

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA

E. A. P. DE DERECHO

**Financiamiento de las medianas empresas en el
mercado primario de valores**

TESIS

para optar el título profesional de Abogado

AUTOR

Vladimir Rodríguez Cairo

Lima-Perú

2009

INDICE

	Nº	Página
RESUMEN		05
INTRODUCCIÓN		06
CAPITULO 1: PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN		
1.1 Planteamiento del Problema		09
1.1.1 Fundamentación del Problema		09
1.1.2 Preguntas de Investigación		12
1.1.3 Justificación del Estudio		12
1.1.4 Delimitación metodológica		12
1.2 Objetivos		13
1.2.1. Objetivo General		13
1.2.2. Objetivos Específicos		14
1.3. Tipo de Investigación		14
1.4. Formulación de las Hipótesis		14
1.4.1. Hipótesis general		14
1.4.2. Hipótesis específicas		15
1.4.3. Identificación de variables e indicadores		16
1.4.4. Definición conceptual de variables		17
1.5 Método y Diseño de la investigación		18
1.6 Población en estudio y selección de la muestra		19
1.7 Técnicas de recolección, medición y análisis de datos		21
CAPITULO 2: ASPECTOS LEGALES DEL MERCADO PRIMARIO DE VALORES		
2.1 Sistema financiero		22
2.2 Estructura regulatoria del sistema financiero		27
2.3 La Intermediación financiera		27
2.3.1 Intermediación indirecta		29
2.3.2 Intermediación directa		30
2.3.2.1 El Mercado de valores		30
2.3.2.2 Regulación del mercado de valores en el Perú		32
2.4 Instrumentos negociados en el mercado de valores		34
2.4.1 Los Títulos Valores		34
2.4.1.1 Valores materializados		36
2.4.1.2 Valores desmaterializados		37
2.4.2 Los Valores Mobiliarios		37
2.4.2.1 Formas de representación		37
2.4.2.2 Clasificación de los valores mobiliarios		38
2.5 Organización del mercado de valores peruano		39
2.6 La oferta pública y oferta privada de valores		41
2.6.1 Naturaleza jurídica de la oferta pública de valores		42
2.6.2 La oferta pública primaria en el Perú		43
2.7 Registro Público del Mercado de Valores (RPMV)		45
2.7.1 Secciones del Registro Público del Mercado de Valores		46
2.7.2 Inscripción en el RPMV. Obligatoria y facultativa		47
2.7.3 Información que deben presentar las empresas inscritas		48
2.7.4 Inscripción en el registro de un valor objeto de OPP		49

2.8	Clasificación de riesgo	51
2.8.1	Clasificación obligatoria y facultativa	51
2.8.2	Criterios para la clasificación	52
2.8.3	Categorías de riesgo	52
2.9	Prospecto informativo	53
2.10	La emisión en el mercado primario de valores	55
2.10.1	Emisión de acciones	55
2.10.2	Emisión de bonos	57
2.10.3	Procedimiento para la colocación de activos financieros	61
2.10.4	El underwriting	62
2.10.5	Modalidades de colocación del underwriting	64
2.10.5.1	Colocación en firme	64
2.10.5.2	Colocación no en firme	66
2.10.6	El underwriting en la legislación peruana	68
2.10.7	Contrato de emisión de bonos	69
2.10.8	Análisis comparativo de las ventajas y desventajas de la emisión de bonos	71

CAPÍTULO 3: OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

3.1	Colocación anual de ofertas públicas primarias en el mercado de valores	74
3.2	Colocación anual de ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú	76
3.2.1	Ranking de las empresas que colocaron bonos corporativos en el Perú durante el período 2003-2008	78
3.2.2	Clasificación de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú	79
3.2.3	Empresas que colocaron anualmente mayores y menores Montos a través de bonos corporativos 2003-2008	83
3.2.4	Montos máximos y mínimos colocados por empresa mediante bonos corporativos durante el período 2003-2008	87
3.3	Colocación de bonos corporativos por medianas empresas periodo 2003-2008	90

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS ACTUARIAL DE LA EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS CON Y SIN FLEXIBILIZACIÓN NORMATIVA

4.1	Costos por financiamiento de las medianas empresas en el mercado de bonos	92
4.2	Costos de emisión de bonos corporativos sin flexibilización Normativa	95
4.2.1	Costos de emisión de una oferta pública primaria de bonos corporativos en cada fase	96
4.2.2	Estimación del impacto de los costos de emisión en la TEA de financiamiento de una OPP de bonos corporativos	99
4.2.3	Monto mínimo de las emisiones de bonos corporativos	101
4.2.3.1	Estimación del monto mínimo de emisiones de bonos corporativos según las condiciones actuales: sin flexibilización normativa	102
4.3	Costos de emisión de bonos corporativos asumiendo la flexibilización normativa	105
4.3.1	Estimación del monto mínimo de emisiones de bonos Corporativos	105
4.4	Análisis comparativo del financiamiento a través de bonos corporativos y acciones	110
4.5	Principales limitaciones a la oferta pública primaria en el Perú	112

CAPÍTULO 5: FINANCIAMIENTO Y SISTEMA DE GARANTÍAS

5.1	Factores determinantes en el financiamiento empresarial	116
5.1.1	El riesgo país y las elevadas tasas de intermediación Financiera	116
5.1.2	Los esquemas de garantías y las herramientas para reducir el riesgo	117
5.1.3	Experiencias de financiamiento de medianas empresas	118
5.2	Sistema de garantías y tiempos de ejecución en el Perú	122
5.3	El marco legal para garantizar obligaciones crediticias	127
5.4	El entorno legal para las garantías reales	129
5.4.1	De qué manera afecta los créditos con garantía real de bienes	129
5.4.2	De qué manera afecta los créditos sin garantía real	131

CAPÍTULO 6: PROPUESTA NORMATIVA

6.1	Fundamentación	133
6.2	Propuesta	135

CONCLUSIONES	137
--------------	-----

RECOMENDACIONES	138
-----------------	-----

BIBLIOGRAFÍA	139
--------------	-----

ANEXO	144
-------	-----

Anexo N° 01:	Colocación anual de las ofertas públicas por emisor y tipo de moneda: 2003-2008
--------------	---

APÉNDICE	147
----------	-----

Apéndice N° 01:	Teoría de los Fondos Prestables
-----------------	---------------------------------

RESUMEN

En la actualidad los países en vías de desarrollo como el nuestro consideran al Mercado de Valores muy atractivo para los inversionistas nacionales e internacionales, ya que éste se caracteriza por canalizar flujos de fondos desde los agentes superavitarios (ofertantes de fondos prestables) hacia los agentes deficitarios (empresas emisoras o demandantes de fondos prestables), lo cual tiene como consecuencia un mayor nivel de inversión, generando a la vez crecimiento económico y de esta manera, el beneficio de todos los participantes. Las medianas empresas se desenvuelven en un entorno financiero en el cual se exigen requisitos como solvencia, capital social, rentabilidad y trayectoria, lo cual resulta difícil de cumplirlos, siendo escasas las empresas que pueden cumplir con éstos.

En estos tiempos, el financiamiento de las medianas empresas se circunscribe fundamentalmente al sistema crediticio tradicional: bancario y no bancario. Sin embargo, estas empresas requieren otra alternativa de financiamiento distinta a las tradicionales. Una alternativa fundamental es la emisión de bonos o acciones en el mercado primario de valores. Obtener financiamiento a través de este mercado resulta más eficiente para las medianas empresas que recurrir a un crédito bancario, por el menor costo financiero que significa la emisión de valores mobiliarios de mediano y largo plazos.

En atención a la problemática desarrollada, la presente investigación, tiene como propósito fundamental establecer la incidencia que tiene el marco legal e institucional en el menor costo por financiamiento para el Mercado Primario de Valores. Una característica de nuestro Mercado de Valores es la inflexibilidad en lo referente a los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores. Por lo tanto, mediante el análisis actuarial y asumiendo la flexibilización normativa se determina el monto de emisión de bonos corporativos de las medianas empresas.

Por lo anteriormente expuesto, el mercado primario de valores se presenta como una adecuada alternativa de financiamiento para las medianas empresas Peruanas, que podría generar nuevas perspectivas de financiamiento sin depender del crédito bancario, a veces de difícil acceso y generalmente, de alto costo.

El trabajo se orienta únicamente a las medianas empresas por el potencial que significa este sector empresarial. No existe una ley en nuestro país que impida a las micro y pequeñas empresas acceder al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento, sin embargo, dada la escala reducida de las micro y pequeñas empresas se encuentran imposibilitadas de acceder a este mercado ya que éste se encuentra estructurado para requerimientos de capital significativos.

INTRODUCCIÓN

Según el INEI, la economía peruana analizada a través del PBI como uno de los principales indicadores económicos, ha experimentado un crecimiento continuo en los últimos 84 meses (desde enero 2001 a enero de 2008. Aislado el tema de la actual crisis económica mundial, que obviamente afectará a nuestro país, sin embargo, el mencionado crecimiento, se sustenta en la expansión de la demanda interna.

Según la Publicación “Perú: The Top 10000 companies”, el segmento de medianas empresas es el de mayor crecimiento, teniéndose por ejemplo que el año pasado (2008) alrededor de 700 empresas migraron de pequeñas a medianas empresas. Es así que el crecimiento del país y las mejoras en las condiciones de negocios abren una ventana de oportunidades para las empresas, quienes deben estar preparadas para afrontar este crecimiento.

Ello implica afrontar retos ampliando y diversificando sus relaciones con proveedores financieros y alternativas de financiamiento.

En ese sentido, el período 2003-2008 se caracterizó por la expansión del mercado primario de valores peruano. Este crecimiento fue impulsado por diversos factores que transformaron nuestro mercado. Durante los noventa el país llevó a cabo diversas reformas estructurales e institucionales, con la finalidad de promover la inversión y establecer reglas de juego claras en nuestra sociedad. El mercado de valores y su estructura regulatoria no fueron ajenos a dichos procesos de reforma. Durante dicho período se dictaron nuevas leyes, la Ley del Mercado de Valores, la Ley de Títulos Valores, así como una nueva Ley General de Sociedades. Tales normas establecen el marco regulatorio de los títulos y del mercado de valores, así como los objetivos de la regulación, las funciones de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV) como entidad supervisora, los deberes y obligaciones de las entidades y personas participantes en el mercado de valores y los derechos y mecanismos de protección de los inversionistas.

Por lo tanto, nuestro mercado de valores experimentó un importante dinamismo, el cual se vio favorecido por el éxito alcanzado en la aplicación de las reformas estructurales como la macroeconómica (disciplina fiscal y disciplina monetaria), microeconómica (regulación de los mercados), del Estado (disminución del tamaño del Estado y reforma tributaria), de la propiedad (leyes claras que garantizan el derecho de propiedad) e institucionales (marco institucional) que se implementaron en la economía peruana, lo cual permitió su integración al mundo globalizado.

El Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento permite financiar grandes proyectos de inversión, posibilitando de esta manera el

crecimiento económico de nuestro país, ya que eleva la capacidad productiva de los sectores. Mediante el contrato de underwriting se permite el acceso de las empresas al mercado de capitales, para obtener el financiamiento que se necesita.

Por lo expuesto, el trabajo de investigación titulado **“Financiamiento de las Medianas Empresas en el Mercado Primario de Valores”**, analiza los aspectos legales de las Ofertas Públicas Primarias de bonos corporativos en el Perú y su implicancia en el acceso al financiamiento de las medianas empresas al Mercado Primario de Valores. Asimismo, explica por qué existe un número reducido de empresas que accedieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento empresarial en el Perú.

Una economía saludable requiere un sistema financiero que movilice fondos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios. Para tal efecto, resulta necesario que exista una adecuada legislación que permita el acceso de las medianas empresas. Por ello, el trabajo de investigación tiene por objeto Identificar las restricciones legales existentes en nuestro país que encarecen el financiamiento de las Medianas Empresas en el Mercado Primario de Valores y proponer las modificaciones correspondientes que permitan el acceso de este importante sector empresarial.

En los últimos años se ha observado en nuestro país una significativa utilización del mercado primario de valores por el sector privado, aunque sin llegar a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región. Pese a que en los últimos años se ha progresado notablemente, lo cual ha permitido mejorar; sin embargo, se requiere de algunos cambios para que propicien su fortalecimiento y dinamismo.

El trabajo se estructura por capítulos, con un resumen, en el cual se contempla el propósito de la investigación. El Capítulo 1 está referido al Planteamiento Metodológico de la Investigación, dentro del cual se encuentra el planteamiento del problema, los objetivos, las hipótesis, así como los aspectos metodológicos de la investigación. El Capítulo 2, abarca los aspectos legales del mercado primario de valores, donde se reseña los elementos que conforman el sistema financiero, la importancia del Mercado de Valores, las ofertas públicas primarias en el mercado de valores. Luego, el Capítulo 3, comprende las Ofertas Públicas Primarias de Bonos Corporativos en el Perú. El capítulo 4 abarca el análisis actuarial de la emisión de bonos corporativos con y sin flexibilización normativa. El capítulo 5 está referido al financiamiento y sistema de garantías y por último, el capítulo 6 contiene la propuesta normativa; finalizando con las conclusiones y recomendaciones que se derivan de la investigación.

FI N A N C I A M I E N T O D E L A S M E D I A N A S E M P R E S A S E N E L M E R C A D O P R I M A R I O D E V A L O R E S

CAPÍTULO**1**

PLANTEAMIENTO METODOLÓGICO DE LA INVESTIGACIÓN

1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1.1. FUNDAMENTACIÓN DEL PROBLEMA

Aunque los problemas que enfrentan las empresas en el Perú van más allá de los que se mencionan a continuación. Sin embargo, desde el punto de vista metodológico se consideran los siguientes:

- ☐ Finanzas.
- ☐ Tecnología y sistemas de información.
- ☐ Comercialización y comercio exterior.
- ☐ Estructura regulatoria y competencia.
- ☐ Organización y Recursos humanos.
- ☐ Otros.

Cada una de estas áreas tiene a su vez un conjunto de problemas y una jerarquización que le son propios y no necesariamente comunes a todos los países, pero que sí representan de manera suficiente la problemática general de las medianas empresas.

En el ámbito de las finanzas, el financiamiento es considerado uno de los principales obstáculos para las empresas en general y las medianas en particular. Los empresarios frecuentemente se quejan del escaso acceso al sistema financiero formal y del elevado costo financiero que implica un endeudamiento a través del sistema bancario.

En general, las empresas tienen dos alternativas de financiamiento: recurrir al sistema bancario tradicional o financiarse a través del Mercado de Valores, vía emisión de bonos o acciones.

Con relación al sistema bancario, la gran mayoría de empresas peruanas que acceden a financiamiento bancario deben pagar altas tasas de interés, por lo que el retorno de su inversión se ve seriamente afectado. Esta limitación es más grave aún si reparamos que en un mundo globalizado nuestras empresas deben competir con empresas extranjeras que acceden a financiamiento en condiciones más favorables. En efecto, el crédito en el Perú es costoso y son pocas las empresas que pueden obtener tasas competitivas con el sistema bancario, y es menor aún el número de aquellas que pueden financiarse a través del mercado de valores.

Con relación al mercado de valores como alternativa de financiamiento, en nuestro país, las empresas han preferido financiarse a través de la emisión de bonos. Son pocas las empresas que han realizado emisión de acciones (sólo existe un caso en los últimos seis años).

Por tal razón, la Oferta Pública Primaria de Valores (OPPV) es uno de los aspectos que las legislaciones del Mercado de Valores del Mundo se ocupan de regular y legislar de manera precisa y cuidadosa. Esta precisión y cuidado lleva a que los legisladores y entidades reguladoras se ocupen de este tema de una manera multidisciplinaria, sobre la base de diferentes especialidades profesionales, tales como la económica, legal y contable.

Al respecto, una de las principales limitantes al desarrollo de la oferta pública primaria de valores e incorporación de nuevos emisores al mercado primario de valores peruano la constituye la reducida escala de la mayoría de empresas que conforman el sector empresarial en el Perú.

Por el lado de la oferta de valores, la existencia de costos fijos de emisión hacen inviable económicamente ofertas públicas primarias de montos pequeños, puesto que elevan los costos efectivos de financiamiento por unidad monetaria emitida, resultando éstos mayores a los costos alternativos ofrecidos en el sistema bancario. Así, cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo de la emisión y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento. Actualmente, los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias no posibilitan la reducción de los costos.

Otra característica de nuestro mercado es el número reducido de nuevas emisiones de bonos corporativos debido a los costos de emisión y al exceso de costos de transacción por el regulador: i) información y ii) regulación dispersa. Asimismo, algunas de las grandes empresas emisoras concentran la mayoría de las emisiones y sobre todo nuestro mercado se caracteriza por la ausencia de gobierno corporativo.

Otro de los problemas en cuanto al financiamiento que se tiene en el Perú es la ejecución de las garantías. Aun cuando en teoría es un proceso expeditivo, en la práctica es un proceso por demás lento, debido a problemas inherentes a nuestro Poder Judicial. Además, existen casos en los que se utilizan determinadas figuras legales a fin de burlar el cumplimiento de tales garantías. Esto origina, además de una elevada tasa de interés activa, que los intermediarios financieros castiguen el valor de los inmuebles. Así, en un crédito normal se tasará el inmueble a fin de obtener su valor comercial y luego se obtendrá un «valor de realización automática» (normalmente es equivalente al 75% del valor comercial), sobre el que se otorgará un crédito.

Por lo tanto, la problemática legal de la presente investigación consiste en identificar las restricciones normativas existentes en nuestro país que encarecen el financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores.

Es necesario que la legislación actual no sea un impedimento o restricción para aquellas empresas que requieren financiar sus proyectos de inversión y por ende se debe proponer las modificaciones correspondientes que permitan el acceso de este sector empresarial.

Los trabajos de Stiglitz y Weiss en 1981 en su obra *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *American Economic Review*, demostraron que la complejidad de los mercados financieros se debe a la falta de información completa y perfecta, y a que la información entre acreedores y deudores es asimétrica, vale decir que los deudores potenciales saben más que los acreedores acerca del destino que le darán a sus fondos, lo cual abre oportunidades para que surja el riesgo moral. La selección adversa y la posibilidad de riesgo moral crean imperfecciones en el mercado que hacen imposible el equilibrio de oferta y demanda, por lo que se justifica algún tipo de intervención, sobre todo en el diseño de productos y tecnologías financieras apropiadas, así como en formar mejores gestores e intermediarios financieros para contrarrestar estas asimetrías.

En consecuencia, el reto actual consiste, *diseñar reglas de juego claras para el financiamiento a través del mercado primario de valores* que operen de forma exitosa desde el punto de vista del desempeño financiero y a la vez, logren que una amplia base de empresas realicen ofertas públicas primarias de valores.

1.1.2 PREGUNTAS DE INVESTIGACIÓN

El problema de investigación plantea las interrogantes siguientes :

Problema Principal

- ❖ ¿Cuáles son las restricciones que establece nuestra legislación para que una mediana empresa realice una Oferta Pública Primaria de valores en el Mercado de Valores?.

Problemas Específicos

- ❖ ¿Cómo es la incidencia del marco legal e institucional en el menor costo por financiamiento para las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores?.
- ❖ ¿Por qué existe un número reducido de medianas empresas que accedieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento?.

1.1.3 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

- a. El trabajo de investigación, permitió identificar las restricciones normativas que existen en el Perú que encarecen el financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores.
- b. Se estableció la incidencia del marco legal e institucional en el menor costo de emisión de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores.
- c. En nuestro país, son escasas las investigaciones sobre aspectos legales del financiamiento de las medianas empresas a través del Mercado Primario de Valores, por lo que se considera que este trabajo será un aporte significativo para contribuir a la incorporación de nuevas empresas al mercado de valores.
- d. Sobre la base del análisis legal y actuarial se proponen modificaciones a nuestra Ley del Mercado de Valores.

1.1.4 DELIMITACIÓN METODOLÓGICA

1.1.4.1 Delimitación Temporal

Se tomaron datos del Mercado Primario de Valores de los años comprendidos fundamentalmente durante el período 2003-2008.

Para efecto de esta delimitación, el trabajo de investigación se analiza el marco legal de las Ofertas Públicas Primarias, los costos de emisión de bonos corporativos y las empresas que realizaron Ofertas Públicas Primarias en el Perú durante el período 2003-2008.

Asimismo, el análisis del presente estudio se orienta fundamentalmente a la posibilidad de que las Medianas Empresas puedan acceder al Mercado Primario de Valores. En tal sentido, se plantean algunos supuestos en cuanto a la flexibilización de requisitos exigidos a la Oferta Pública Primaria para reducir el costo de emisión de bonos corporativos.

1.1.4.2 Delimitación Espacial

La investigación se realiza al Mercado Primario de Valores del Perú. Para efecto de esta delimitación, es necesario definir qué es la mediana empresa, ya que el tamaño de los montos de emisión de las Ofertas Públicas Primarias se encuentra en relación directa al tamaño de los activos y en relación inversa a la tasa efectiva de financiamiento, que es el elemento esencial para que una empresa tome la decisión de acceder al mercado o alguna fuente de financiamiento alternativa.

Al respecto, el sistema financiero, los bancos vienen empleando categoría que en promedio fluctúan entre los siguientes valores¹:

- Microempresa = ventas anuales menores a US\$ 50 000.
- Pequeña empresa = ventas anuales mayores a US \$ 50 000 y menores de US \$ 1 millón.
- Mediana empresa = ventas anuales mayores a US \$ 1 millón y menores a US \$ 30 millones.
- Gran empresa = ventas anuales mayores a US \$ 30 millones.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 OBJETIVO GENERAL:

- ✓ Identificar las restricciones normativas existentes en nuestro país que encarecen el financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores y proponer la modificación legal correspondiente que permita el acceso de este sector empresarial.

¹ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de Consulta Ciudadana: Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores; 116 páginas, Lima 23 de mayo de 2001, página 25.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS:

- ✓ Analizar los aspectos legales de las Ofertas Públicas Primarias de Valores en el Perú y su implicancia en el acceso al financiamiento de las medianas empresas al Mercado Primario de Valores.
- ✓ Explicar por qué existe un número reducido de empresas que accedieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento empresarial en el Perú.

1.3. TIPO DE INVESTIGACIÓN

Por el nivel de conocimientos que se adquieren, el estudio es de tipo **Descriptivo** y **Explicativo**.

Es estudio es **descriptivo** porque identifica las restricciones normativas existentes en nuestro país que encarecen el financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores. Asimismo, analiza los aspectos legales de las Ofertas Públicas Primarias de Valores en el Perú y su implicancia en el acceso al financiamiento de las medianas empresas a este segmento del mercado.

El estudio es **explicativo** ya que se centra en explicar por qué son pocas las empresas que acceden al mercado primario de valores y específicamente por qué existe un número reducido de empresas que accedieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento empresarial en el Perú.

1.3 HIPÓTESIS DE INVESTIGACIÓN

1.4.1 HIPÓTESIS GENERAL (HG):

HG: “Los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores (OPP) como la necesidad de contar con un agente colocador, entidad estructuradora y en el caso de emisión de deuda, dos empresas clasificadoras de riesgo, representante de obligacionistas, constituyen restricciones normativas al financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores porque encarecen el costo de emisión de las medianas empresas y para que acceda un mayor número de empresas a este mercado, es necesario modificar nuestra legislación cuando se trate de bonos corporativos, en el supuesto de que el monto de la emisión no sea superior a los 5 millones de dólares”.

Variables:**1. Variable independiente:**

- Requisitos a los cuales se encuentran sujetas las OPP.

2. Variable dependiente:

- Financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores.

1.4.2. HIPÓTESIS ESPECÍFICAS (HE):

HE N° 01: “La Ley del Mercado de Valores hace inviable económicamente las Ofertas Públicas Primarias de bonos corporativos de las medianas empresas, ya que establece costos fijos de emisión en el mercado primario de valores”.

Variables:**1. Variable independiente:**

- Costos Fijos de emisión en el Mercado Primario de Valores.

2. Variable dependiente:

- Ofertas Públicas Primarias de las medianas empresas.

HE N° 02: “Para posibilitar el acceso de nuevas medianas empresas al mercado primario de valores, es necesario modificar los artículos 50, 56 y 280 de la Ley del Mercado de Valores, dando la posibilidad de eliminar la necesidad de intervención de una entidad estructuradora y que la exigencia de dos clasificadoras de riesgo se limite a una sola en los casos de emisiones de bonos corporativos de medianas empresas inferiores a los 5 millones de dólares”.

Variables:**1. Variable independiente:**

- Ley del Mercado de Valores.

3. Variable dependiente:

- Acceso de nuevas medianas empresas al mercado primario de valores.

1.4.3 IDENTIFICACIÓN DE VARIABLES E INDICADORES

HIPÓTESIS	VARIABLES	INDICADORES
Hipótesis General	Variable dependiente	
<p>“Los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores (OPP) como la necesidad de contar con un agente colocador, entidad estructuradora y en el caso de emisión de deuda, dos empresas clasificadoras de riesgo, representante de obligacionistas, constituyen restricciones normativas al financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores porque encarecen el costo de emisión de las medianas empresas y para que acceda un mayor número de empresas a este mercado, es necesario modificar nuestra legislación cuando se trate de bonos corporativos, en el supuesto de que el monto de la emisión no sea superior a los 5 millones de dólares”</p>	Financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores.	Colocación anual de Ofertas Públicas Primarias de Valores en el Perú: 2003-2008.
		Número de Medianas Empresas que se financiaron a través del Mercado Primario de Valores Peruano: 2003-2008.
		Empresas que emitieron los mayores montos en soles y dólares: 2003-2008.
		Empresas que emitieron los menores montos en soles y dólares: 2003-2008.
		Empresas según el ranking de las top 10,000 en el Perú al 2007.
	Variable independiente	
	Requisitos a los cuales se encuentran sujetas las OPP	Costos de estructuración y clasificación de riesgo con modificación legal
		Costos de estructuración y clasificación de riesgo sin modificación legal.
		Costos de inscripción del valor en el Registro Público del Mercado de Valores (en unidades monetarias) : tasa CONASEV, inscripción CAVALI, inscripción BVL, Gastos Legales y notariales, Impresión de prospecto.
		Costos posteriores a la inscripción (en unidades monetarias y porcentaje): comisión representante de obligacionistas, derechos de CAVALI, derechos de cotización BVL y CONASEV.
		Costos de colocación en el Mercado Primario de Valores (en unidades monetarias y porcentaje).
Hipótesis Específica N° 01	Variable dependiente	
<p>“La Ley del Mercado de Valores hace inviable económicamente las Ofertas Públicas Primarias de bonos corporativos de las medianas empresas, ya que establece costos fijos de emisión en el mercado primario de valores”.</p>	Ofertas Públicas Primarias de las medianas empresas.	Monto de las Ofertas Públicas Primarias de Valores en el Perú: 2003-2008
		Número de Ofertas Públicas Primarias de Valores en el Perú: 2003-2008.
		Valores Mobiliarios materia de Oferta Pública en el Perú.
		Monto mínimo de emisión de bonos corporativos en el Mercado Primario de Valores Peruano sin flexibilización normativa.
		Monto mínimo de emisión de bonos corporativos en el Mercado Primario de Valores Peruano con flexibilización normativa.
	Variable independiente	
	Costos Fijos de emisión en el Mercado Primario de Valores.	Costos fijos de emisión en el Mercado Primario de Valores.
		Costos de estructuración, asesoría legal, clasificación de riesgo, gastos notariales, impresión de prospecto, presentación de la oferta, aviso en diarios (en unidades monetarias).
		Costo efectivo anual de emitir en el mercado primario de valores
Hipótesis Específica N° 02	Variable dependiente	
<p>“Para posibilitar el acceso de nuevas medianas empresas al mercado primario de valores, es necesario modificar los artículos 50, 56 y 280 de la Ley del Mercado de Valores, dando la posibilidad de eliminar la necesidad de intervención de una entidad estructuradora y que la exigencia de dos clasificadoras de riesgo se limite a una sola en los casos de emisiones de bonos corporativos de medianas empresas inferiores a los 5 millones de dólares”.</p>	Acceso de nuevas medianas empresas al mercado primario de valores.	Monto mínimo de emisión de bonos corporativos sin modificación legal
		Monto mínimo de emisión de bonos corporativos con modificación legal
		Montos de emisión de bonos corporativos de las medianas empresas
	Variable independiente	
	Ley del Mercado de Valores.	Costos de emisión de bonos corporativos sin modificación legal
		Costos de emisión de bonos corporativos con modificación legal
		Costo de emisión de bonos corporativos

1.4.4 DEFINICIÓN CONCEPTUAL DE LAS VARIABLES

☐ **Financiamiento de las medianas empresas en el Mercado Primario de Valores.**

Es una operación mediante el cual, el agente deficitario, obtiene los recursos que requiere a cambio de ofrecer en el mercado primario de valores activos financieros como acciones y bonos. El agente deficitario demanda fondos prestables a cambio de la emisión de valores.

☐ **Requisitos a los cuales se encuentran sujetas las OPP**

Son las exigencias establecidas en la normativa vigente para la colocación de ofertas públicas primarias en el mercado de valores. Los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores (OPP) son la necesidad de contar con un agente colocador, entidad estructuradora y en el caso de emisión de deuda, dos empresas clasificadoras de riesgo y un representante de obligacionistas.

☐ **Ofertas Públicas Primarias de las medianas empresas.**

Invitación, adecuadamente difundida, que las medianas empresas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación de nuevos valores mobiliarios, emitidos para tal fin.

☐ **Costos Fijos de emisión en el Mercado Primario de Valores.**

Aquellos que no dependen del monto de emisión de los valores como los costos de estructuración, asesoría legal, clasificación de riesgos, gastos notariales, impresión de prospectos, presentación de la oferta, aviso en diarios.

☐ **Acceso de nuevas medianas empresas al mercado primario de valores.**

Empresas potenciales que logren acceder a colocar bonos corporativos en el mercado primario de valores, cuando se trate de emisiones inferiores a los 5 millones de dólares.

☐ **Ley del Mercado de Valores.**

Disposición legal que regula los aspectos relacionados al Mercado de Valores, en el que se establecen los requisitos aplicables a las ofertas públicas de valores mobiliarios.

1.5. MÉTODO Y DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

1.5.1 Métodos

Analítico.- Mediante este método se busca la asociación o correlación entre variables: «cual es la causa, o cual es el efecto» los aspectos legales de las Ofertas Públicas Primarias de Valores en el Perú y su implicancia en el acceso al financiamiento de las medianas empresas al Mercado Primario de Valores.

El método analítico implica la descomposición del objeto de estudio, en sus partes constitutivas. Sobre esta base, se analiza las formas de financiamiento utilizadas en el Mercado Primario de Valores: emisión de acciones y emisión de bonos.

Inductivo.- Este método involucra procedimientos que van desde lo simple o de lo particular hacia lo compuesto o general, es decir, de las partes (hechos individuales) al todo (generalizaciones).

En ese sentido, a través de este método, se recopiló varios datos y observar suficientes hechos referidos al marco legal del financiamiento a través del mercado primario de valores, analizarlos para descubrir sus analogías y diferencias, compararlos y tomar nota de sus características comunes y proponer las modificaciones correspondientes que permitan el acceso de este sector empresarial, generalizando sus características.

Comparativo, porque se establecen las diferencias existentes entre el costo de emisión de bonos corporativos actualmente y el costo de emisión considerando la flexibilización normativa de algunos de los requisitos exigidos a las Ofertas Públicas Primarias.

Asimismo, se recurre a este método para establecer las diferencias entre el financiamiento a través del Mercado Primario de Valores y el financiamiento mediante el sistema bancario, contrastándolo con la realidad.

1.5.2 Diseño No Experimental

En la presente investigación no se manipularon variables, se analizaron los aspectos legales del financiamiento empresarial en el mercado primario de valores, sin intervenir en su desarrollo.

Asimismo, se precisa que el diseño de la investigación es por objetivos, de acuerdo con el esquema siguiente:

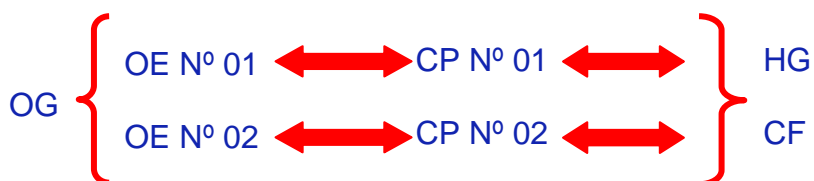
OG: Objetivo General

OE: Objetivo Específico

CP: Conclusión Parcial

HG: Hipótesis General

CF: Conclusión Final



1.6. POBLACIÓN EN ESTUDIO Y SELECCIÓN DE LA MUESTRA

1.6.1 Población en estudio

Empresas que realizaron ofertas públicas primarias en el Perú, tanto en soles como en dólares durante el período 2003-2008.

Unidad de análisis

Empresas que colocaron bonos corporativos en el Perú, tanto en soles como en dólares durante el período 2003-2008.

1.6.2 Marco muestral

Para efectos del presente trabajo de investigación, se ha visto por conveniente considerar la información estadística sobre el mercado primario de valores elaborada por CONASEV y actualizada a diciembre de 2008.

1.6.3 Diseño muestral

Por la naturaleza de la investigación el diseño muestral es:

No Probabilístico, de tipo discrecional. En el muestreo no probabilístico la probabilidad no es igual para todos los elementos del espacio muestral; se realiza una selección al azar de los elementos de la muestra y no se utilizan procedimientos formales, los datos obtenidos a través de esta modalidad permiten generalizaciones de la población.

En el muestreo discrecional la selección de los elementos de la muestra la realiza un experto que indica al investigador qué elementos de la población son los que más pueden contribuir al estudio.

Procedimiento de muestreo

No se utilizaron procedimientos formales.

La muestra comprende a las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos en el Perú.

Tamaño de la muestra

Para determinar la muestra dentro del universo, se aplicó la fórmula siguiente:

$$n = \frac{Z^2 p q N}{E^2 (N-1) + Z^2 p q}$$

Donde:

n = Tamaño de la muestra.

Z = Límite de confianza (valor de la distribución normal estandarizada que corresponde al grado de confianza seleccionado).

p = Proporción de aciertos (proporción de la población que cumple con la característica que nos interesa medir).

q = Proporción de errores (proporción de la población que no cumple con la característica que nos interesa medir).

E = Nivel de precisión para generaliza resultados. Margen de error permitido. Error muestral o máxima diferencia que el investigador está dispuesto a admitir entre la proporción de la población y la proporción muestral para el nivel de confianza que ha fijado.

Nivel de confianza : 98%

Valor de la distribución : 2.33

Margen de error estadístico: + - 2%

Representatividad

De acuerdo con la información sobre las empresas que realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos comprendidas en la muestra representan el 69.57% del total de empresas que recurrieron al mercado de valores mediante bonos corporativos como alternativa de financiamiento.

Universo: empresas que realizaron OPP de bonos corporativos en el mercado de valores	69
	(100%)

Empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú seleccionadas para la muestra	48
	(69.57%)

Considerando un límite de confianza de 98% y un margen de error del 2% y luego de ajustar la muestra inicial, se ha determinado que el tamaño de la muestra bajo el supuesto de la máxima dispersión ($p=q=0.5$), es de 47 empresas elegidas.

$$n = \frac{(5.4289) (0.5) (0.5) (48)}{(0.0004)(47) + (5.4289)(0.5)(0.5)}$$

$$n = 47$$

1.7. TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN, MEDICIÓN Y ANÁLISIS DE DATOS

1.7.1 Técnicas de recolección de datos

De acuerdo al contexto de la investigación se utilizaron las técnicas siguientes :

1. Entrevistas aplicadas a los especialistas y expertos aspectos legales del mercado primario de valores.
2. Análisis documental de la información relacionada con el mercado primario de valores.
3. Análisis estadístico de los datos relacionados al mercado primario de valores durante el período 2003-2008.

1.7.2 Validez y confiabilidad de las técnicas de recolección de datos

A fin de verificar que las técnicas de recolección de datos poseen los criterios de validez y confiabilidad, se efectuó una evaluación previa a cargo de especialistas.

CAPÍTULO

2

ASPECTOS LEGALES DEL MERCADO PRIMARIO DE VALORES

2.1. SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero está constituido por el conjunto de empresas bancarias, financieras y demás entidades de derecho público o derecho privado, debidamente autorizadas para operar en la *intermediación financiera*². El sistema financiero canaliza el ahorro hacia la inversión y el consumo, movilizand o activos financieros, para tres fines: liquidación de transacciones, mantenimiento precautorio de reservas y usos especulativos.

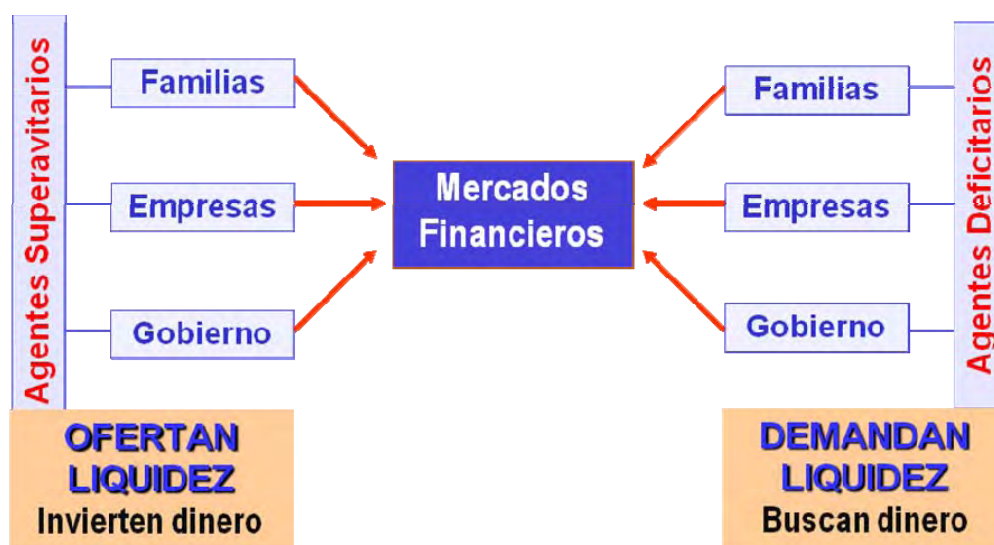
El concepto de sistema financiero abarca:

- 1) los mercados financieros,
- 2) los instrumentos financieros o activos financieros y
- 3) los intermediarios financieros.

² La Ley General del Sistema Financiero y Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley Nº 26702 del 09/12/1996, en su glosario de términos establece que la Intermediación Financiera es la actividad que realizan las empresas del sistema financiero consistente en la captación de fondos bajo cualquier modalidad, y su colocación mediante la realización de cualquiera de las operaciones permitidas por ley.

1) Mercado Financiero.- Es el mecanismo o lugar a través del cual se interrelacionan agentes deficitarios y superavitarios, ofertantes y demandantes de activos financieros, dentro de un marco institucional constituido por reglas formales (leyes) e informales (costumbres)³; la interacción de la oferta y la demanda determinan los precios de los activos financieros.

El sistema financiero será el marco, dentro del cual los diversos agentes económicos superavitarios y deficitarios buscarán los instrumentos financieros que requieran.



Los mercados financieros facilitan a los agentes económicos deficitarios que requieren capital (fondos prestables) lo tomen de aquellos que lo tienen disponible, los agentes superavitarios (inversionistas).

Por ello, los mercados financieros permiten canalizar el ahorro interno y externo hacia los agentes deficitarios con la finalidad de que estos lo inviertan en actividades productivas. En el mercado financiero cabe distinguir dos submercados⁴:

A) Mercado de dinero o mercado monetario, mercado en el que se llevan a cabo operaciones a corto plazo y por lo tanto, de elevado grado de liquidez; a su vez el mercado de dinero se subdivide en: a) Mercado interbancario a corto plazo, b) Mercado de títulos;

³ Douglass C. NORTH, premio nóbel en economía en 1993, en su obra "Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico", define las instituciones como las reglas de juego de una sociedad o más formalmente, son las limitaciones ideadas por el hombre que dan forma a la interacción humana. Por consiguiente, estructuran incentivos en el intercambio humano, sea político, social o económico. Asimismo, sostiene que las instituciones pueden ser formales e informales. Las instituciones formales son las reglas escritas en las leyes y reglamentos y son restricciones creadas por el hombre para resolver problemas específicos. Por otro lado, las instituciones informales son las reglas no escritas, que se van acumulando con el transcurso del tiempo y quedan registradas en los usos y costumbres.

⁴ Adaptado de COSTA Luis - FONT Monserrat, Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial, Segunda edición, Editorial ESIC, Madrid 1 992, páginas 32-34.

B) Mercado de capitales, donde se realizan operaciones a mediano y largo plazo; a su vez este mercado se subdivide en: a) Mercado de valores. No existe uniformidad en la doctrina respecto de la definición de mercado de valores. Sin embargo, la opinión mayoritaria inscribe al mercado de valores dentro del concepto, más amplio y genérico, de mercado de capitales, entendido como "... aquel en que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualquiera sean su naturaleza, características o condiciones⁵; b) Mercado interbancario a largo plazo.

Debido a la globalización de los Mercados Financieros⁶ por todo el mundo, las entidades de cualquier país que buscan conseguir fondos no necesitan limitarse a sus *mercados domésticos* (en el que los emisores de activos financieros son residentes en el país en cuestión que es donde realizan sus emisiones y en donde dichos activos se negocian). Tampoco los inversionistas de un país se limitan a los activos financieros emitidos en sus mercados domésticos.

2) Activos financieros.- Llamados también instrumentos financieros, son valores emitidos u ofrecidos por agentes económicos deficitarios a los agentes superavitarios y que se caracterizan por incorporar derechos sobre activos reales. Los activos financieros son los bonos, las acciones, entre otros.

3) Intermediario Financiero.- Agente económico especializado (empresa especializada) en las actividades de compra-venta de contratos financieros (préstamos y depósitos) y activos financieros primarios y secundarios.

Los intermediarios financieros están constituidos por diversas instituciones, las cuales canalizan los ahorros o recursos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios a través de préstamos o inversiones.

Jorge Fernández Baca⁷ sostiene que cuanto más grande y sólido sea el sistema financiero de un país o una región, mayores serán las oportunidades de inversión que se irán creando y explotando, lo que permitirá un crecimiento económico sostenido y la subsecuente mejora en los niveles de empleo y de vida. Si el sistema financiero es pequeño y débil, muy pocas serán las oportunidades de inversión que puedan ser aprovechadas adecuadamente, y el país o región estará condenado al estancamiento y la pobreza.

⁵ TOLA NOSIGLIA José, El Mercado de Valores y la Bolsa en el Perú; Mass Comunicación, Lima 1994, página 20.

⁶ FABOZZI Frank - MODIGLIANI Franco - FERRI Michael, Mercados e Instituciones Financieras; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, México 1996, páginas 9-10.

⁷ FERNÁNDEZ BACA Jorge, Teoría y Política Monetaria, Primera edición, Universidad del Pacífico, Lima 2008, página 43.

IMPERFECCIONES DEL MERCADO Y PROBLEMAS DE INFORMACIÓN

Adam Smith⁸, en su tratado de 1776 argumentaba que el mercado conduce, como si de una mano invisible se tratara, a la eficacia económica. Uno de los grandes logros intelectuales de mediados del siglo XX (debido a Gerard Debreu⁹ y a Kenneth Arrow¹⁰) consistía en fijar un conjunto de condiciones sin cuyo concurso la “mano invisible” de A. Smith no podía funcionar. Entre ellas se incluía un gran número de condiciones poco realistas, que la información fuera perfecta o la que establecía la perfección de la competencia. Aunque todo el mundo reconociera que estos supuestos eran poco realistas, existía la esperanza de que, si el mundo real no se alejaba demasiado de tales supuestos –si la información no fuera demasiado imperfecta-, entonces la teoría de la mano invisible seguiría sirviendo como descripción fiel de la economía. Pero esta esperanza se basaba más en la fe que en la ciencia.¹¹

En el mundo real actual, la información es incompleta y asimétrica (existen problemas de información)¹². Joseph Stiglitz¹³ en sus investigaciones durante el último cuarto de siglo, ha demostrado que una de las razones de la invisibilidad de esa mano invisible es tan sencilla como que la mano no aparece por ninguna parte. Hasta en los países muy desarrollados, los mercados funcionan de manera considerablemente distinta a lo previsto por las teorías de los mercados perfectos.

La información es incompleta porque un cierto tipo de la información es difícil o incluso imposible de obtener en el mercado y/o los costos de adquisición son muy elevados. Surge cuando los precios de mercado no transmiten toda la información que se requiere para llevar a cabo el intercambio. Los dos efectos principales que genera sobre la conducta de los agentes son: incremento de la incertidumbre y el riesgo, y la formación de mercados incompletos y segmentados. El Estado puede atenuar el problema de la información

⁸ Economista escocés (1725-1790), considerado como el padre de la Economía moderna y representante de la Escuela Clásica. En su obra "Investigación sobre la naturaleza y las causas de la riqueza de las naciones", sostiene que la Economía es la ciencia de la riqueza, que esta se crea produciendo bienes, cosas, mercancías, de modo que la producción es el objeto fundamental de la Economía Política; que la verdadera razón de la riqueza de las naciones no está en el comercio ni en la acumulación de metales preciosos (como sostenían los mercantilistas) ni en la fuerza productiva de la tierra (argumento de los fisiócratas), sino en el trabajo humano - ya sea en la agricultura o en la industria - pero como éste es más o menos productivo, mucho depende de cómo está organizado y perfeccionado; que la productividad del trabajo aumenta con la división de éste.

⁹ Francés nacionalizado en Estados Unidos. Obtuvo el Premio Nóbel de Economía en 1983 "Por sus estudios sobre el equilibrio del mercado".

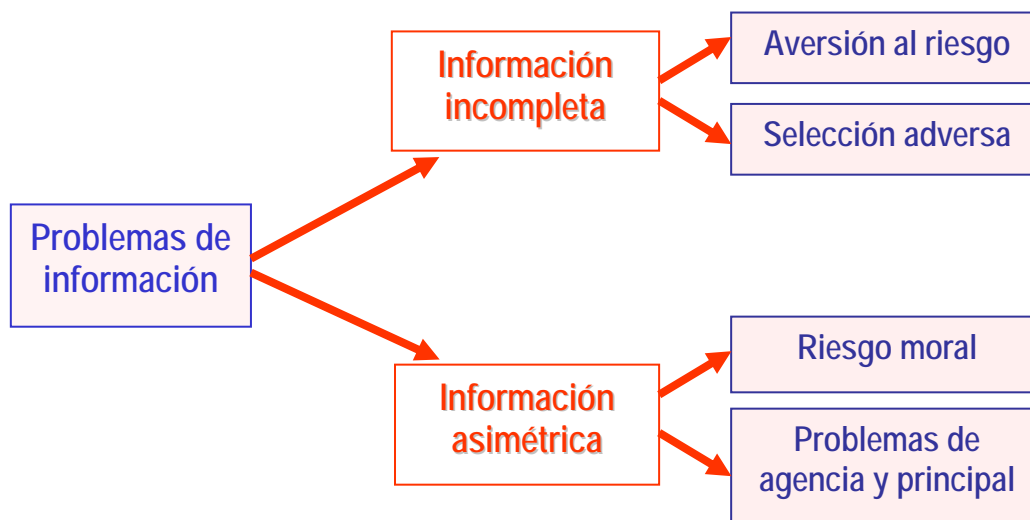
¹⁰ En 1972, JOHN R. HICKS (Gran Bretaña) y **KENNETH J. ARROW** (Estados Unidos), obtuvieron el Premio Nóbel de Economía "Por sus aportaciones destacadas a la teoría general del equilibrio y del bienestar".

¹¹ STIGLITZ Joseph E., Los felices 90. La semilla de la destrucción; Santillana Ediciones Generales, 415 páginas, Argentina 2003, páginas 13-50.

¹² Existe información asimétrica o imperfecta cuando la información sobre la calidad y características de los bienes y servicios intercambiados no está distribuida de forma simétrica (igual) entre los consumidores y los productores, entonces, una de las partes de la relación económica sea comprador o vendedor tiene mejor o mayor información que la otra parte sobre una transacción. En los mercados de información asimétrica suele haber menos compradores y vendedores que cuando hay información perfecta.

¹³ En el 2001, GEORGE A. AKERLOF, A. MICHAEL SPENCE y **JOSEPH E. STIGLITZ** (estadounidenses), obtuvieron el Premio Nóbel de Economía "Por sus análisis de los mercados con información asimétrica".

incompleta a través de la generación directa de información, la regulación económica y en general, con el establecimiento de reglas.



La aversión al riesgo significa que el agente económico no está dispuesto a asumir riesgos¹⁴. Supuesto que se suele plantear en las finanzas respecto al comportamiento de los inversionistas: se asume que a los inversores no les gusta el riesgo, por tanto para que alguien acepte asumir un mayor riesgo al realizar una inversión deberá esperar un mayor rendimiento de la misma.

La selección adversa es aquella situación por la cual, la política de precios conduce a que solamente los clientes menos convenientes contraten servicios; por ejemplo, un alza en los precios de los seguros conlleva a que sólo se aseguren los peores riesgos. Es el proceso por el que los miembros "poco atractivos" de un grupo de compradores o de vendedores tienen más probabilidades de participar en un intercambio voluntario.

El riesgo moral se refiere a la tendencia según la cual, las personas realizan menos esfuerzos para proteger los bienes que tienen asegurados contra robos o daños¹⁵, es decir, la parte informada puede realizar la acción equivocada (no hacer lo suficiente para impedir el accidente). En general, existe riesgo moral cuando una de las partes de un acuerdo tiene un incentivo, después de logrado el acuerdo, para actuar de una manera que le produzca beneficios adicionales a costa de la otra parte.

Por lo expuesto, la información constituye un importante factor en las elecciones y comportamientos de los agentes económicos.

J. Stiglitz¹⁶, señala que suministrar información a una persona no supone reducir la cantidad que tienen otras. La eficiencia¹⁷ requiere que se difunda

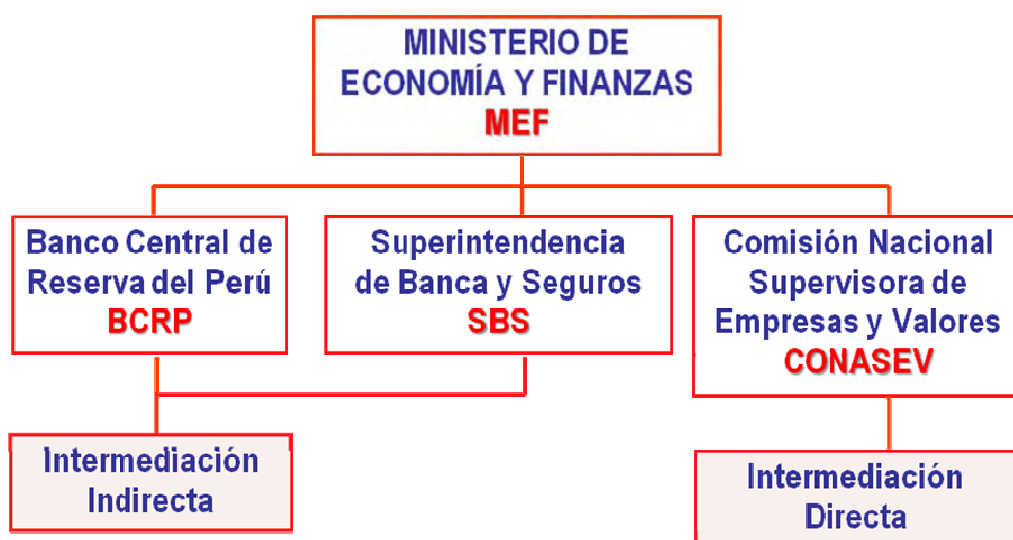
¹⁴ Para el lenguaje común, el riesgo es simplemente un mal resultado. También es la probabilidad que ocurra algún evento desfavorable. Posibilidad que el rendimiento efectivo obtenido de una inversión financiera sea menor que el rendimiento esperado.

¹⁵ FRANK Robert H, Microeconomía y Conducta; Editorial McGraw-Hill, 796 páginas, España 1 992, pág. 219.

¹⁶ STIGLITZ J., Economía del sector público; Antoni Bosch Editores, Barcelona 1 988, pág. 112.

gratuitamente o, más precisamente, que sólo se cobre el costo de transmitirla, los agentes privados suministrarán información suficiente, por la misma razón que los mercados no suministran bienes públicos¹⁸. En consecuencia, los agentes privados no tendrán incentivos para producirla porque de hacerlo cualquier persona la podría usar sin pago alguno. Este problema desincentiva la producción privada.

2.2. ESTRUCTURA REGULATORIA DEL SISTEMA FINANCIERO



La Constitución Política del Perú de 1993, en su Capítulo V, artículo 84^o señala que el **Banco Central de Reserva del Perú (BCRP)** es persona jurídica de derecho público y que tiene autonomía en el marco de su Ley Orgánica¹⁹. En este mismo artículo se establece que la finalidad esencial, del BCR es preservar la estabilidad Monetaria.

La Ley Orgánica del BCR (26123) en sus artículos 1^o, 2^o y 3^o reafirman esa autonomía y la sola sujeción a su ley. Se establece también la plena autonomía presupuestal del BCR, lo que es otro de los aspectos positivos. Queda pues, en el marco legal, determinada la autonomía de la que debe gozar el BCRP.

¹⁷ La eficiencia se refiere a la relación medios-fines. Una organización o sistema es eficiente en la medida que cumpla los fines que se ha propuesto con el menor empleo de recursos posible. Significa hacer lo mismo en menos tiempo, en forma más mecánica, minimizando el empleo de los recursos.

¹⁸ Los bienes públicos son el ejemplo extremo de externalidad positiva. Benefician de una manera indivisible a toda una sociedad, independientemente de que las personas deseen o no comprarlos. Se puede consumir en forma simultánea por todos y del que no se puede excluir a nadie. La falla del mercado suele manifestarse en que se ofrece una cantidad insuficiente de dicho bien.

¹⁹ La Constitución Política del Perú establece cuatro aspectos fundamentales para dar confianza a la moneda nacional: 1) Asigna al Banco Central el mandato fundamental de defender la estabilidad monetaria. 2) Otorga autonomía enmarcada por su propia Ley Orgánica, por lo cual la gestión técnica, administrativa y presupuestal del Banco se rige por esta Ley. 3) Delega el gobierno del Banco Central a un Directorio de 7 miembros que no representan interés particular y que pueden ser removidos por el Congreso sólo por falta grave. 4) Prohíbe financiar al sector público.

Sus funciones son: emitir billetes y monedas, regular la cantidad de dinero, administrar las reservas internacionales e informar al país sobre las finanzas nacionales.

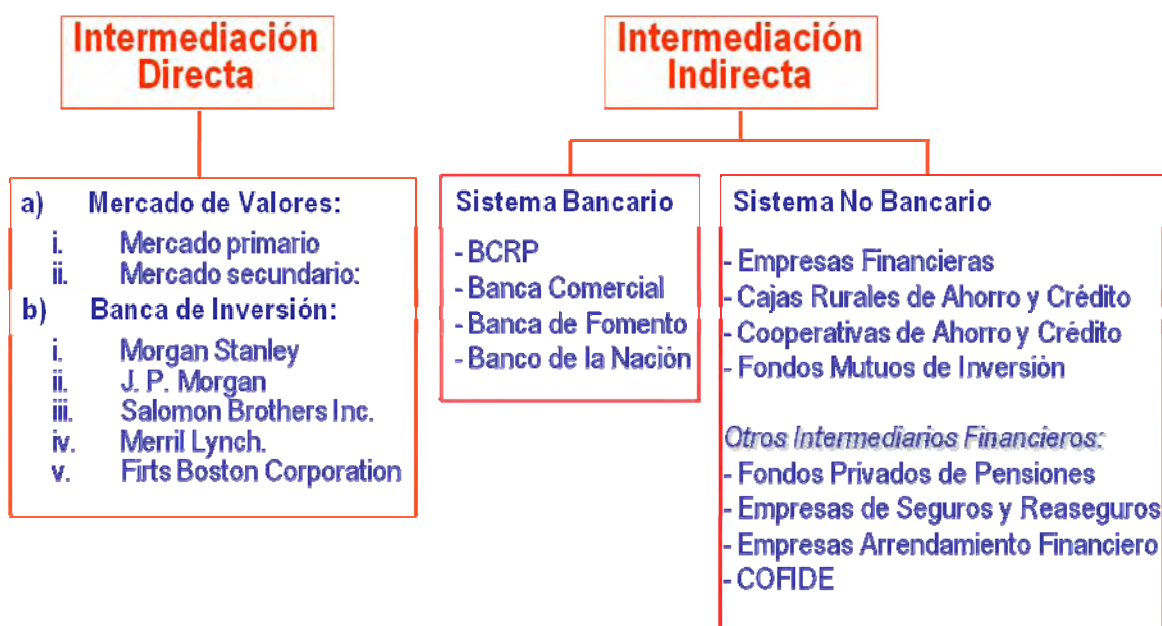
La **Superintendencia de Banca y Seguros (SBS)** es una institución con personería jurídica de derecho público, autonomía funcional, administrativa y económica, que controla, en representación del Estado, las empresas bancarias, financieras, de seguros, cajas de ahorro y crédito, etc.

La **Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)**, es una institución pública del Sector Economía y Finanzas. Tiene personería jurídica de derecho público interno y goza de autonomía funcional, administrativa y económica.

La finalidad de CONASEV es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas, procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

2.2.1 ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO

El sistema financiero está comprendido, en primer lugar, por el mercado de valores y la banca de inversión y en segundo lugar, por el sistema bancario y no bancario.



2.3. LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Sistema conformado por mecanismos e instituciones que permiten canalizar los recursos o fondos de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios.

La intermediación financiera denomina a un tipo específico de servicio, es la actividad habitual consistente en la captación de fondos o recursos, bajo cualquier modalidad y su colocación en forma de créditos o inversiones. El proceso de intermediación puede ser indirecto y directo.

2.3.1 Intermediación indirecta: sistema bancario



En la intermediación indirecta participa un intermediario (generalmente un banco) que capta recursos del público (ahorristas) pagando por ellos tasas de interés pasivas y luego, los coloca en forma de préstamos, cobrando al segundo (agente deficitario) una tasa de interés activa. El diferencial entre las tasas activas y pasivas es el spread financiero que debe permitir la cobertura de los costos operativos y la generación de ganancias.

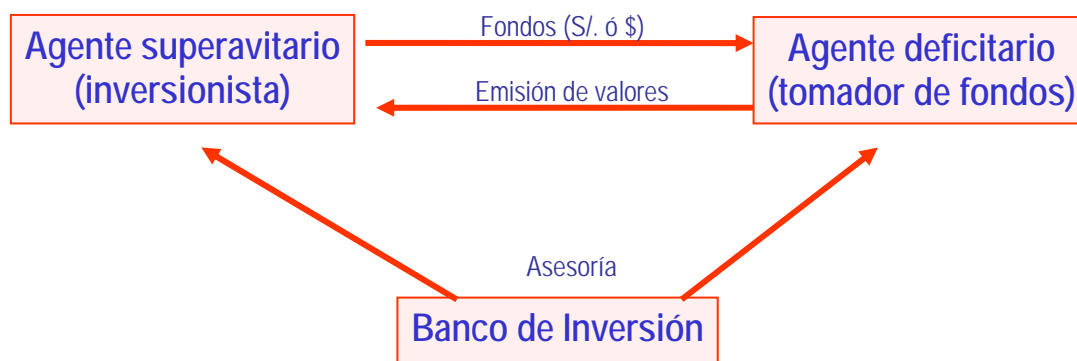
Roberto Keil sostiene que el interés es conceptuado como: a) suma de dinero que el deudor debe entregar a su acreedor por el uso del dinero de éste. b) precio del dinero, que es el valor del dinero expresado en término monetarios y se exterioriza como porcentaje, o sea, como tipo de interés o tasa de interés²⁰. La tasa de interés constituye un precio relativo básico en la economía. Mediante el manejo inducido de las tasas de interés, las autoridades monetarias buscan mantener la inflación bajo control y estimular el crecimiento económico.

El ahorrista (agente superavitario) y el demandante de fondos (agente deficitario) se vinculan indirectamente a través del intermediario, esto significa que las empresas financieras especializadas como los bancos y otras instituciones financieras son las que efectúan la transferencia de excedentes de recursos de los agentes superavitarios hacia los deficitarios.

Bajo el esquema de intermediación financiera indirecta, los agentes superavitarios no pueden identificar al destinatario final de sus fondos y consecuentemente, son incapaces de conocer el nivel de riesgo que asumen.

²⁰ KEIL ROJAS Roberto, Lecciones de Derecho Monetario; Segunda edición, Rentería Editores SAC, 287 páginas, Lima 2004, pág. 155.

2.3.2 Intermediación directa: mercado de valores



La intermediación directa se da cuando los agentes deficitarios necesitan fondos para financiar sus proyectos de inversión y no les resulta conveniente o suficiente tomarlos del sistema bancario, entonces recurren a la emisión y colocación de valores mobiliarios (ya sean acciones o bonos) captando así, los recursos necesarios directamente de los ofertantes de fondos (agentes superavitarios).

En la intermediación financiera directa el agente superavitario asume directamente el riesgo que implica otorgar recursos al agente deficitario. Los intermediarios directos fundamentalmente son los bancos de inversión.

2.3.2.1 El Mercado de Valores

Se llevan a cabo transacciones relativas a determinados activos financieros²¹. El objetivo de este mercado es canalizar los recursos o fondos prestables de los agentes superavitarios hacia los agentes deficitarios para su inversión en actividades productivas.

Es importante indicar que en este mercado se llevan a cabo transacciones con distintos instrumentos, entre los cuales se pueden mencionar: instrumentos accionarios, instrumentos de deuda (bonos), instrumentos de efectivo e instrumentos derivados.

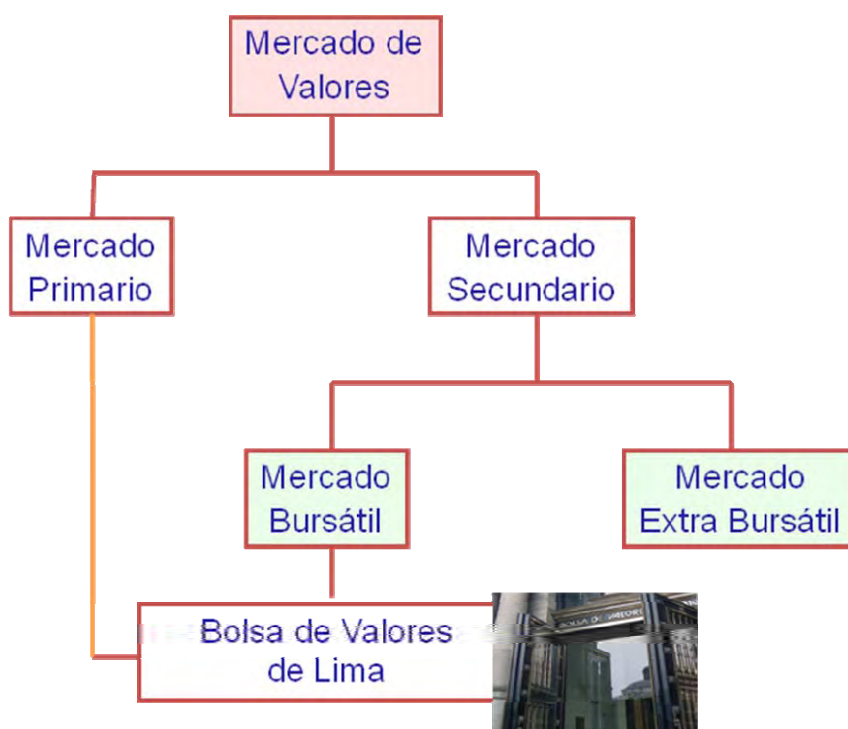
Estructura del Mercado de Valores

La clasificación más usual del Mercado de Valores distingue a los mercados primarios y mercados secundarios²². Ambos mercados son recíprocamente

²¹ Los activos financieros son instrumentos financieros emitidos por entidades públicas o privadas que incorporan derechos sobre activos reales. Estos valores representan simultáneamente, una alternativa de financiamiento para el emisor o demandante de fondos (agente deficitario) y una alternativa de inversión para el ofertante de fondos o inversionista (agente superavitario).

²² NORIEGA NAIRN Fernando, La Bolsa de Valores, Instituciones e Instrumentos del Mercado de Valores Peruano; Primera edición, Universidad de San Martín de Porres, Lima 1998, página 33.

complementarios. A su vez, éste último se compone del mercado bursátil y del mercado extrabursátil.



Tanto el mercado primario como el secundario son recíprocamente complementarios. La existencia de un mercado primario de valores, hace posible la presencia de un mercado secundario de valores.

El mercado primario, es aquel donde se efectúan ventas de valores recién emitidos a los compradores originales, motivo por el cual es denominado mercado de nuevas emisiones. Se llevan a cabo las ofertas públicas primarias de acciones, bonos e instrumentos de corto plazo, asimismo, las emisiones privadas y las emisiones de los gobiernos.

El mercado secundario es aquél donde se efectúan transacciones que implican simples transferencias de activos financieros ya existentes y por lo tanto, el volumen de tales operaciones refleja el grado de liquidez del mercado. Este es un mercado de reventa, el cual permite nuevamente tener liquidez a los tenedores de valores.

La Bolsa de Valores²³ es en definitiva, un órgano de centralización de la oferta y demanda de valores. La importancia de tal centralización para el desarrollo

²³ Andrés Suárez Suárez en su obra "Decisiones óptimas de inversión y financiación" manifiesta que el origen de la Bolsa se cree que tuvo lugar en la ciudad de las Brujas (Bélgica) siglo XIII y deriva del apellido de una importante familia de banqueros de aquella ciudad: los "Van de Bourse". En un edificio que pertenecía a esta familia se asentaba un establecimiento comercial similar a las Lonjas que florecían más al sur (Italia, España). Sobre la fachada del edificio figuraba un escudo con tres Bolsas esculpidas y por ello, a dicho edificio se le conoció popularmente con el nombre de la Bolsa. La palabra fue adoptada por Italia (Borsa), Francia (Bourse), Alemania (Börse), España (Bolsa), etc., pero no en los países anglosajones, en donde a los Mercados de Valores se les denomina Stock Market o Stock Exchange.

del Mercado de Valores, deriva de la mayor liquidez que ella origina. Tiene por objeto fomentar la transacción o contratación de valores públicos y privados. Es el principal mercado secundario de negociación. Son mercados organizados o debidamente reglamentados, cuyo objetivo es facilitar la realización de transacciones o negociaciones de activos o instrumentos financieros con la intermediación de agentes especializados.

La historia de la actividad bursátil en el Perú tiene su origen en 1860 con la creación de la Bolsa Mercantil de Lima²⁴. Nuestro mercado de valores es uno de los de mayor tradición en América Latina. Gran parte de estos años la regulación y supervisión de las operaciones bursátiles recayó completamente en la misma Bolsa de Valores hasta que en 1970 aparece la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores.

2.3.2.2 Regulación del Mercado de Valores en el Perú

El Estado regula el Mercado de Valores Peruano a través de una Ley principal (la Ley del Mercado de Valores) en la que se establecen los objetivos que informan la regulación de esa materia²⁵. En ese sentido, el Régimen legal del Mercado de Valores Peruano lo constituyen las disposiciones legales más importantes que regulan la actividad del mercado de valores, las cuales se encuentran contenidas en la Ley del Mercado de Valores, así como en la normatividad vigente emanadas de un órgano especial: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

El Mercado de Valores en el Perú se encuentra regulado, entre otras, por las normas siguientes :

- i. Decreto Legislativo N° 861.- Ley del Mercado de Valores, de fecha 22 de octubre de 1996 y sus respectivas modificaciones.
- ii. Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF, de fecha 11 de junio de 2002.
- iii. Reglamento del Registro Público del Mercado de Valores, aprobado por Resolución N° 079-97-EF/94.10, y sus respectivas modificaciones.
- iv. Resolución de Gerencia General N° 211-98-EF/94.11, mediante la cual se aprobó los Manuales para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios.
- v. Resolución Gerencia General N° 129-2001-EF/94.11, norma que modifica el Manual para el Cumplimiento de los Requisitos Aplicables a las Ofertas Públicas de Valores Mobiliarios y que aprueba formatos correspondientes al contrato de emisión y al acto de emisión de papeles comerciales y/o del programa de tales valores.

²⁴ LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, Piura 1996, página 23.

²⁵ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, EL Mercado de Valores en el Perú; Editores Cultural Cusco S.A., Lima 2002, página 137.

- vi. Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10, y sus respectivas modificaciones.

El Decreto Legislativo N° 755 y el Decreto Legislativo N° 861

El aspecto regulatorio²⁶, fue de singular importancia la *Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 755* (1991), actualmente derogado, la cual sentó las bases para el posterior desarrollo del mercado de valores. Dicha norma fortaleció los mecanismos de revelación de información con la finalidad que todos los participantes del mercado se encuentren en igualdad de condiciones al momento de tomar sus decisiones de inversión. En este sentido, reguló la obligación de informar, la información privilegiada y aquella considerada reservada, y el deber de reserva. Asimismo, reguló por primera vez a instituciones que asumirían un rol protagónico, tales como los fondos mutuos de inversión en valores, las empresas clasificadoras de riesgo y las instituciones de compensación y liquidación.

El Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, y el D.L. N° 862, *Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras* (ambas publicadas el 22 de octubre de 1996) perfeccionaron los mecanismos introducidos por el Decreto Legislativo N° 755, permitiendo la adecuación de la regulación a estándares internacionales y alentando la creación de nuevos mecanismos para la canalización de los excedentes a las actividades productivas²⁷.

La Ley del Mercado de Valores, señala entre otras las innovaciones siguientes: delimitación de los conceptos de oferta pública y privada, facilidades para la emisión de valores de corto plazo, precisión que toda persona jurídica puede recurrir al endeudamiento en el Mercado de Valores, procedimiento expeditivo de inscripción de ofertas públicas para los emisores que cumplan con sus obligaciones de información al mercado, flexibilización de los límites de inversión de los fondos mutuos así como ampliación de sus posibilidades de inversión y reducción del patrimonio neto mínimo y número mínimo de partícipes, facultad de las Sociedades Agentes de Bolsa para administrar fondos mutuos y fondos de inversión, así como para participar en procesos de titulización²⁸ previa constitución de subsidiarias, eliminación de la exigencia legal de clasificar acciones, reducción de las exigencias patrimoniales a las clasificadoras de riesgo y obligación de dar publicidad a las metodología de clasificación, fortalecimiento de las normas sobre uso de información privilegiada.

²⁶ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de Consulta Ciudadana: Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores; Lima mayo de 2001, páginas 38-39.

²⁷ La finalidad de la Ley del Mercado de Valores es promover el desarrollo ordenado y la transparencia del Mercado de Valores, así como la adecuada protección del inversionista.

²⁸ La titulización es el procedimiento por el cual una empresa independiza parte de sus activos para financiarse u obtener liquidez a menor costo financiero, a través de la colocación de valores respaldados por dichos activos (cuentas por cobrar). Puede resultar buena alternativa de financiamiento para aquellas empresas que tienen un alto nivel de endeudamiento. Una empresa titula sus activos en primer lugar, para obtener financiamiento a menor costo y en segundo lugar, la titulización puede resultar una buena alternativa de financiamiento para aquellas empresas que tienen un alto nivel de endeudamiento.

Normas Supletorias de la Ley del Mercado de Valores

El artículo 9 de la Ley del Mercado de Valores, dispone que se aplica supletoriamente a los aspectos no regulados en la LMV, las disposiciones siguientes:

- a. Ley General de Sociedades – LGS (Ley N° 26887).
- b. Ley de Títulos Valores – LTV (Ley N° 27287).
- c. Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – LGSFySS (Ley N° 26702).
- d. Código de Comercio (C. de C.).
- e. Código Civil (CC) y Código Procesal Civil (CPC).
- f. Código Penal (CP).
- g. Ley del Procedimiento Administrativo General (Ley N° 27444).
- h. Usos bursátiles y mercantiles.

Una de las modificaciones a la LMV, D. Leg. N° 861, ha sido por la Ley N° 27649, en la cual se consideran como normas supletorias los usos bursátiles locales e internacionales y la Ley del Procedimiento Administrativo General.

2.4. INSTRUMENTOS NEGOCIADOS EN EL MERCADO DE VALORES

Los instrumentos del Mercado de Valores están constituidos por instrumentos financieros como **títulos valores** o **valores mobiliarios** que son materia de negociación en dicho mercado.

2.4.1 Los Títulos Valores

En cuanto a su denominación, no hay uniformidad ni en la doctrina ni en la legislación. En Francia los efectos de comercio sirven para denominar a títulos de corto plazo, como las letras de cambio y cheques; y denomina valores mobiliarios cuando se trata de identificar títulos de largo plazo como las acciones y los bonos. En Alemania se les denomina Wertpapier que tiene un significado de papier valeur en francés y título valor en español. En Italia se les denomina Título de crédito. El Código Suizo usó en el idioma alemán wertpapier; en el idioma italiano titoli di credito; y en el idioma francés papier valeurs. En España se usó la terminología títulos de crédito. Winizky ha desarrollado la teoría de los títulos circulatorios, en razón a su finalidad²⁹.

Se ha objetado, con la expresión *título de crédito*, que ella alude a una sola de las variedades de esta clase de documento: a los títulos de contenido crediticio, es decir, a aquellos que imponen obligaciones que dan derecho a prestaciones en dinero u otra cosa cierta. En cambio, se confiere a la expresión *título-valor* una acepción más amplia, pues hace referencia a distinta clase de prestaciones, cuyo contenido son diversos valores patrimoniales y no solo el crédito. Así, hay títulos representativos de mercaderías o de derechos sobre ellas o de servicios, o un conjunto de derechos de participación, o un *status* de socio, según se ha expresado³⁰.

²⁹ MONTOYA ALBERTI, Hernando. Nueva Ley de Títulos Valores. Gaceta Jurídica. Lima Julio 2000. Página 7

³⁰ MONTOYA MANFREDI, Ulises. Obra citada. Página 15 – 16.

Garrigues dice que una parte de la doctrina española habla de títulos de crédito. Pero esta denominación es poco comprensiva, porque, por un lado, no alude a otro aspecto distinto del crédito, cual es la denominación jurídica de la cosa misma, propia de los títulos llamados de tradición; mientras, por otro lado, existen títulos (acciones de S.A.) que no atribuyen un solo derecho de crédito a su titular, sino más bien un conjunto de derechos subjetivos de índole varia, que componen una cualidad o posición jurídica compleja; por esta razón, prefiere el nombre de *títulos-valores* para designar jurídicamente ciertos documentos cuyo valor, estando representado por el derecho al cual se refiere el documento, es inseparablemente del título mismo³¹.

Solís Espinoza dice que la denominación título valor expresa con precisión la amplia variedad de títulos que forman parte de esa categoría jurídica. En efecto, la mencionada aceptación no solamente comprende a los títulos representativos de crédito, sino también a los de mercaderías, e incluso tanto más al título representativo de participación; en cambio, la expresión literal de “título de crédito” contiene un significado limitado solamente a los títulos representativos, de un derecho de crédito, de modo que esta terminología es inadecuada y aparece insuficiente para definirla³².

Las denominaciones han estado ligadas a la existencia de un soporte papel, a un cartón, aspecto que actualmente se encuentra superado con la existencia de los títulos desmaterializados, por lo que quizás el término título valor no resulte el adecuado para identificar lo *desmaterializado* (sin papel, electrónico) con un mero registro en cuenta³³.

En el Derecho Cambiario moderno se reconocen e identifican como género a los valores negociables y como especie: a los en título o títulos valores y, a los valores electrónicos, que a la propia ley del mercado de valores, D.Leg. N° 861, los denomina “anotaciones en cuenta y registro”³⁴.



³¹ GARRIGUES, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. Tomo III. Editorial Temis. Bogotá, Colombia, 1987. Página 85.

³² SOLIS ESPINOZA, Jorge Alfredo. Temas sobre derecho cartular. Idemsa. Lima 1995. Página 13

³³ MONTOYA ALBERTI, Hernando. Obra citada. Página 7 – 8

³⁴ BEAUMONT GALLIRGOS Ricardo – CASTELLARES AGUILAR Rolando; Comentarios a la nueva ley de Títulos Valores; Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2000, pag. 8.

El actual artículo 1 de la Ley No. 27287, alude a “valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales” evidenciando el abandono a la concepción típicamente cartular, ya que pueden también existir títulos valores “desmaterializados”³⁵.

2.4.1.1 Valores materializados

Vivante sostiene que el título de crédito es un documento necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo expresado en el mismo³⁶.

En la doctrina española el profesor Garrigues lo define diciendo que “título valor es un documento sobre un derecho privado, cuyo ejercicio y cuya transmisión están condicionados a la posesión del documento”³⁷.

Sánchez Calero, reproduciendo la definición de Vivante, dice que el título-valor es el documento esencialmente transmisible necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo en él mencionado³⁸.

Para la nueva ley de Títulos Valores los valores materializados (títulos valores en sentido estricto) son documentos de carácter formal que representan o contienen (incorporen) derechos patrimoniales y que están destinados a la circulación.

La Ley Nº 27287 establece expresamente que los valores materializados que representen o incorporen derechos patrimoniales tendrán la calidad y efectos de Título Valor, cuando estén destinados a la circulación, siempre que reúnan los requisitos formales esenciales que, por imperio de la ley, les corresponda según su naturaleza. Las cláusulas que restrinjan o limiten su circulación o el hecho de no haber circulado no afectan su calidad de título valor.

Según DESEMO, citado por Silva Vallejo, el Título de crédito, “aparte de ser un documento especial es también un documento formal que obedece a los requisitos de forma prescritos por la ley bajo conminación de la invalidez del título como tal”. “No basta, por tanto, la escritura, sino que son necesarias todas las indicaciones que la ley requiere para que el título de crédito asuma un determinado tipo y pueda considerar regular y, por lo tanto, despliegue la eficacia que le es propia”³⁹.

El Artículo 1, numeral 1.2, establece que la falta de un requisito formal esencial destruye la eficacia del título valor como tal, pero no invalida el acto jurídico que dio origen a la creación o transferencia del documento⁴⁰.

³⁵ BEAUMONT CALLIRGOS, Ricardo y CASTELLARES AGUILAR, Rolando. Obra citada. Página 43.

³⁶ VIVANTE, César. Tratado de Derecho Mercantil. Volumen III, Editorial Reus. Madrid 1936. Páginas 136 – 137

³⁷ BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Editorial Tecnos. Madrid 1983. Página 542

³⁸ SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid 1986. Página 333

³⁹ SILVA VALLEJO, José Antonio. Teoría General de los Títulos Valores. Cultural Cuzco, Lima 1989. Página 666.

⁴⁰ Este artículo establece que si le falta alguno de los requisitos formales esenciales que le corresponda, el documento no tendrá carácter de título valor, quedando a salvo los efectos del acto jurídico a los que hubiere dado origen su emisión o transferencia.

2.4.1.2 Valores desmaterializados

Actualmente se ha puesto en evidencia la insuficiencia del mecanismo tradicional de la incorporación del derecho al título o soporte documentado en papel para atender las nuevas necesidades, iniciándose así un proceso de crisis.

El enorme volumen de títulos que actualmente son objeto de transacciones en bolsa, ha obligado a que en la mayoría de los países, se sustituya el documento, soporte del derecho, por una anotación contable. Se debe aclarar que esta problemática solamente afecta a aquellos títulos que son cotizados y negociados en los mercados de valores. Lo que significa que la aparición de los valores representados en anotación de cuentas no constituye, una alteración universal del concepto de título valor.

Con la desmaterialización se busca darle mayor agilidad, eficiencia, seguridad y disminución de costos al mercado de valores a efecto de lograr un mejor desarrollo del mismo.

La desmaterialización puede describirse "como el fenómeno de pérdida del soporte cartular por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos". Con la desmaterialización o con la inmovilización de los valores se elimina las inexactitudes derivadas de procesos manuales y del trasiego físico de títulos, en igual forma con la desmaterialización se disminuyen una serie de costos asociados al uso de papel⁴¹.

2.4.2 Los Valores Mobiliarios

La Ley del Mercado de Valores, D. Leg. N° 861, en su artículo 3, expresamente establece que son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.

La colocación en forma masiva tiene como consecuencia que dichos valores sean representados mediante anotaciones en cuentas, ya que de otra manera (representación en papel) complica su operatividad, en razón de que sus transacciones requerirían el endoso y posterior entrega al nuevo propietario.

2.4.2.1 Formas de representación de los valores

Los valores negociables pueden constar en título o en anotación en cuenta. El Artículo 80 de la Ley del Mercado de Valores establece que los valores pueden ser representados por anotaciones en cuenta o por medio de títulos, independientemente que se trate de valores objeto de oferta pública o privada. Cualquiera fuera su forma de representación confieren los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.

Según el artículo 2.4 de la Ley de Títulos Valores, la forma de representación de valores, sea en título o por anotación en cuenta, es una decisión voluntaria del

⁴¹ GARCÍA KILROY, Catiana. Apuntes para la Liquidación de Valores, San José, Costa Rica, 1998, p.134.

emisor y constituye una condición de la emisión. Los valores mobiliarios son los que precisamente reúnen las condiciones para desmaterializarse, por lo que en aplicación del artículo 2.1 de la LTV, para tener la misma naturaleza y efectos que los títulos valores, requieren su representación por anotación en cuenta y de su registro ante una Institución de Compensación y Liquidación de Valores. Por tal razón, los valores mobiliarios, sean representados en anotación en cuenta o no, se les aplica las normas relativas a los títulos valores en general⁴².

La representación mediante anotaciones en cuenta, conlleva la desmaterialización de los valores, los cuales se representan en un registro contable y computarizado, sustituyéndose la forma usual de representación a través de títulos⁴³. Tiene lugar por su inscripción en el correspondiente registro contable de la institución de compensación y liquidación de valores.

La desmaterialización supone que la emisión física del valor mobiliario es innecesaria y por lo tanto, se trata de la negociación de un derecho no incorporado al documento, lo cual constituye una paradoja si nos referimos a los aspectos doctrinales de los títulos valores⁴⁴.

2.4.2.2 Clasificación de valores mobiliarios

1) Representativos de patrimonio

- a) Acciones:
 - Comunes o con derecho a voto.
 - Preferentes o sin derecho a voto.

2) Representativos de deuda

- (a) Bonos:
 - a.1) Emitidos por el sector privado
 - Arrendamiento Financiero.
 - Subordinados.
 - Corporativos: convertibles, estructurados, extendibles, retractables, cupón cero, etc.
 - a.2) Emitidos por el sector público
 - Bonos de deuda pública interna
 - Bonos de reconocimiento.
 - Bonos de capitalización del BCR.
 - Bonos de deuda pública externa (bonos brady).
- (b) Instrumentos de corto plazo: Papeles comerciales.

⁴² MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando; Comentarios a la Ley de Títulos Valores; Editora Jurídica Grijley, Lima 2005, página 899.

⁴³ La transferencia de valores mobiliarios representados por anotaciones en cuenta o la constitución de derecho sobre los mismos, se produce por medio del registro contable y computarizado de esos actos; el titular de los derechos será quien aparezca en el registro.

⁴⁴ La LMV establece en varias de sus disposiciones aspectos relacionados a las anotaciones en cuenta, tales como los artículos 80,, 98, 103, 179, 209 y siguientes, 217, 236, 239 y 314.

Cuadro comparativo

	Acciones	Bonos	Instrumentos de corto plazo
Naturaleza	Δ Capital	Δ Pasivo no corriente	Δ Pasivo corriente
Plazo	Indefinido	Definido mas de un año	Definido menor a un año
Riesgo	Capital de riesgo	Garantía específica	Garantía específica
Retribución	Dividendos aleatorios	Intereses fijos	Intereses fijos

Elaboración: CONASEV, Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores; página 21.

El título II, capítulo I de la LTV contempla lo relacionado a las acciones. El artículo 257.1 establece que la acción se emite sólo en forma nominativa. Es indivisible y representa la parte alícuota⁴⁵ del capital de la sociedad autorizada a emitirla. Se emite en título o mediante anotación en cuenta y su contenido se rige por la ley de la materia.

El título III, capítulo I de la LTV contempla lo relacionado a los valores representativos de deuda. El artículo 263.1 establece que los valores representativos de obligaciones incorporan una parte alícuota o alicuanta⁴⁶ de un crédito colectivo concedido a favor del emisor, quien mediante su emisión y colocación reconoce deudas a favor de sus tenedores. Cada emisión puede ser hecha en una o varias series, numeradas. Los valores que representan las obligaciones pueden ser sólo nominativas o al portador.

2.5. ORGANIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES PERUANO

Existen cuatro participantes fundamentales en todo mercado de valores:

A) Los Reguladores

La regulación del Mercado de Valores por parte del Estado está a cargo de CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores). A diferencia de algunos otros países, el ente regulador del sector público en Perú está especializado únicamente en el mercado bursátil y no tiene participación en la supervisión de otros mercados como el bancario o el de seguros.

CONASEV es una institución pública del sector economía cuya finalidad es promover el mercado de valores, velar por la transparencia, la correcta formación de precios y la protección de los inversionistas,

⁴⁵ Según el diccionario de la Lengua Española, el término alícuota significa “proporcional” (perteneciente a la proporción).

⁴⁶ Según el diccionario de la Lengua Española, el término alicuanta significa “parte”.

procurando la difusión de toda la información necesaria para la adopción de las decisiones financieras relativas a los valores y la igualdad de trato a todos ellos. Asimismo, se encarga de dictar las normas que regulan el mercado de valores, así como de supervisar y controlar las diferentes instituciones que participan en dicho mercado.

B) Los Intermediarios

En Perú actualmente sólo se encuentra en operación la Bolsa de Valores de Lima (BVL). A través de la BVL operan las Sociedades de Agentes de Bolsa. Cada Sociedad de Agentes de Bolsa está facultada por Ley para administrar fondos de inversión, para operar en el exterior con títulos de Deuda Pública Externa del Perú, para realizar préstamos de valores y operaciones de reporte, para fungir como fiduciario en fideicomisos de titulización y para operar con derivados.

Finalmente, es importante mencionar dentro de la estructura de la intermediación en el mercado de valores peruano el papel que juega la Caja de Valores y Liquidaciones CAVALI⁴⁷. Esta sociedad anónima creada en mayo de 1997 tiene por objeto la liquidación de operaciones y el registro de valores representados por anotaciones en cuenta como producto de la nueva tendencia a la desmaterialización del mercado bursátil en Perú.

C) Los Inversionistas

Inversor. Persona natural o jurídica que invierte sus recursos en la adquisición de acciones, obligaciones u otro activo financiero buscando rentabilidad y liquidez, así como obtener ganancias en las transferencias de valores. Los inversionistas en las sociedades anónimas tienen responsabilidad limitada: arriesgan sólo el dinero que invierten. Los inversionistas se preocupan de dos características cruciales de un portafolio: su tasa esperada de retorno y el riesgo.

Inversionista individual

Personas naturales que tienen excedentes de recursos (ahorros) y que buscan la mejor alternativa de inversión para poder colocar su dinero y así obtener una rentabilidad adecuada. Adquieren o venden títulos en cantidades menores. Se considera inversionista individual al público en general y entidades no especializadas en adquirir valores mobiliarios.

Inversionista institucional

Los principales demandantes de valores mobiliarios son los inversionistas institucionales⁴⁸ como las AFPs, Empresas de Seguros,

⁴⁷ La Resolución CONASEV N° 057-2002-EF/94.10 de fecha 18.09 de 2002, aprobó el Reglamento Interno de CAVALI ICLV S.A., según las disposiciones que norman esta clase de instituciones, aunque con posterioridad a la aprobación, la Resolución N° 031-99-EF/94.10 que constituye el marco normativo ha sido modificado en algunos artículos por la Resolución N° 022-2003-EF/94.10 de fecha 08.04.2003.

⁴⁸ Entidad especializada que administra recursos financieros y los orienta a la adquisición de carteras de valores. Realizan inversiones significativas reuniendo los pequeños ahorros de otros y actuando colectivamente en su nombre. La importancia de los inversionistas institucionales radica en el hecho que su actividad en este mercado es desarrollada con carácter permanente, con profesionalismo y cautela; además, siempre tienen claros sus objetivos de inversión, actúan considerando el mediano y largo plazo, constituyéndose en factores de estabilidad para el Mercado de Valores y la economía en su conjunto.

Agentes de Intermediación, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, Bancos, Financieras (Artículo 8, inciso “j” de la LMV).

Las AFP’s han sido las principales compradoras de valores (bonos) en las emisiones locales de los diferentes países.

D) Los Emisores

Empresas o entidades gubernamentales que emiten valores con la finalidad de obtener dinero para financiar sus actividades.

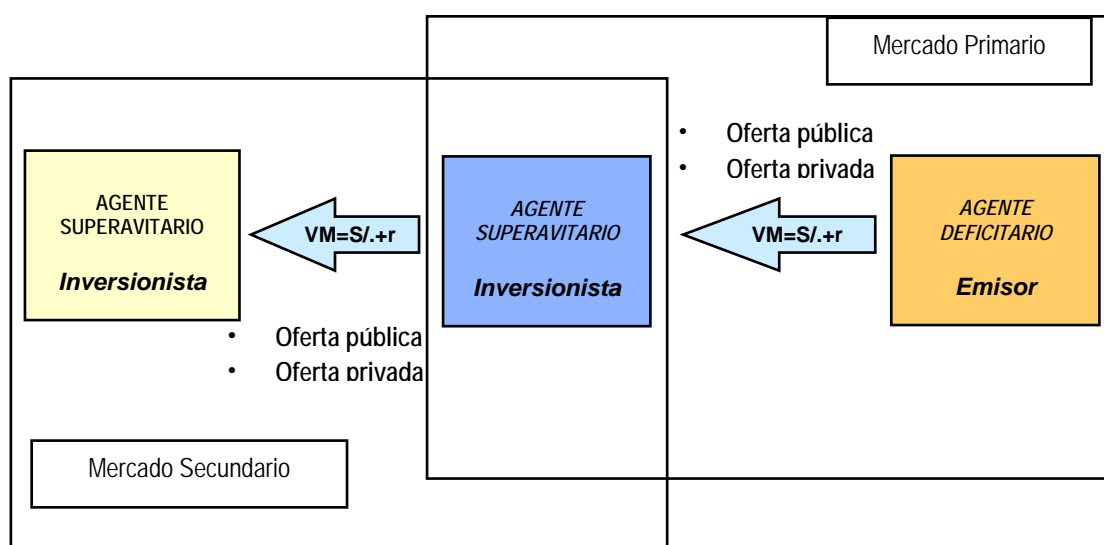
Las empresas emisoras o agentes deficitarios son aquellas que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión o para reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.

La importancia de las empresas emisoras radica en que constituyen la fuente del mercado primario (emisión primaria) que da origen al mercado de capitales, al generar nuevas ofertas de valores, sean éstas ofertas públicas o privadas.

2.6. LA OFERTA PÚBLICA Y OFERTA PRIVADA DE VALORES

La oferta de valores puede ser definida como el acto por el cual una persona natural o jurídica ofrece, a fin de celebrar un acto traslativo de dominio, un valor o un conjunto de valores, poniéndolos a disposición, sea del público en general, sea de un determinado sector o persona, mediante un procedimiento que asegure la posibilidad de que el conocimiento de la oferta llegue a la o las personas potencialmente interesadas, a través de un medio de comunicación adecuado.

Interconexión del mercado primario y mercado secundario.- La oferta pública y la oferta privada



2.6.1 NATURALEZA JURÍDICA DE LA OFERTA PÚBLICA DE VALORES

La oferta pública de valores es una propuesta unilateral de carácter no receptiva, por estar dirigida a personas indeterminadas y por tanto, sin fuerza vinculatoria mientras no se produzca la aceptación; en un acto nominado, desde que existen normas que lo regulan, además de ser un acto comprendido dentro de los actos de comercio.

La aceptación da lugar al nacimiento de una relación jurídica con el oferente y a su vez, la extinción de la oferta en relación con posibles aceptantes.

La oferta de valores, sea pública o privada, es un acto jurídico y como tal responde a una manifestación de voluntad destinada a crear, regular, modificar o extinguir relaciones jurídicas. En consecuencia, requiere para su validez, conforme lo dispuesto en el artículo 140 del Código Civil, de agente capaz, objeto física y jurídicamente posible, fin lícito y observancia de la forma prescrita bajo sanción de nulidad.

Las Ofertas Públicas requieren la inscripción de los valores en el registro, salvo se trate de valores emitidos por el BCR y gobierno central. En las ofertas públicas es obligatoria la intervención de un agente de intermediación (los emisores podrán hacerlo directamente y en la colocación primaria de fondos de inversión y fondos mutuos). La oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año sólo puede efectuarse mediante bonos, sujetándose a lo dispuesto en la ley y a las disposiciones sobre emisión de obligaciones contenidas en la Ley de Sociedades. Pueden emitir bonos de acuerdo a dichas disposiciones incluso las personas jurídicas de derecho privado distintas a las sociedades anónimas. Toda emisión de bonos requiere del representante de obligacionistas.

No se considera oferta pública los actos relacionados con la constitución simultánea de sociedades anónimas, la oferta de acciones que se emitan por concepto de aumento de capital efectuado por sociedades cuando la invitación se realiza por mandato legal o cuando se realiza para que los accionistas ejerzan su derecho de preferencia. Asimismo, no constituye oferta pública primaria la emisión de acciones del trabajo y la distribución resultante de la capitalización de las utilidades, de reservas, de excedentes de revaluación y de obligaciones u otros casos que no impliquen aporte de capital por el público.

La Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, en su artículo 4 establece que es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores. Esta definición contiene los siguientes elementos configurativos⁴⁹:

- a) Invitación (manifestación de voluntad que se efectúa de modo directo o a través de terceros).

⁴⁹ SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, EL Mercado de Valores en el Perú; Editores Cultural Cusco S.A., Lima 2002, páginas 227-228.

- b) Emisor de los valores (persona jurídica de derecho público o privado. En la práctica, la sociedad anónima se constituye en la emisora por antonomasia).
- c) Ofertante (agente de intermediación).
- d) Destinatario de la invitación (público en general).

2.6.2 LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA (OPP) EN EL PERÚ

Dos son los requisitos necesarios según la ley para una oferta pública primaria: nuevos valores (recién emitidos) y que los emita una persona jurídica.

La Oferta Pública Primaria de Valores es una de las actividades que las legislaciones del Mercado de Valores del Mundo se ocupan de regular y legislar de manera precisa y cuidadosa. Esta precisión y cuidado lleva a que los legisladores y entidades reguladoras se ocupen de este tema de una manera multidisciplinaria, sobre la base de diferentes especialidades profesionales, tales como la económica, legal y contable. En efecto, una OPP es poner a disposición del público en general, valores mobiliarios que se emiten por primera vez, a cambio de dinero, lo cual se lleva a cabo a iniciativa de la voluntad societaria de una determinada persona jurídica, cuyos órganos competentes se encargan de determinar las principales características de los mismos, tales como su naturaleza jurídica, plazos, tasas de interés y garantías de ser el caso⁵⁰.

Pero la voluntad societaria referida en el anterior párrafo no será suficiente para realizar una OPP, ya que se requiere que esté acompañada de determinados requisitos de información que se debe poner a disposición del público inversionista a los cuales están dirigidos los valores materia de la OPP. Señalan Fox Hillman & Langevoort: “Las leyes de Regulación del Mercado de Valores existen debido a la particular necesidad de información que requieren los inversionistas”⁵¹.

En tal sentido, las normas del Mercado de Valores y en especial las que regulan las OPP, protegen jurídicamente el derecho de los inversionistas a saber qué es lo que se les está ofreciendo, y por ende qué es lo que van a adquirir, así como los riesgos inherentes a los bienes ofertados.

Según nuestra Ley del Mercado de Valores, la Oferta Pública Primaria está referida a la oferta de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas. En otras palabras, una OPP es aquella venta de nuevos valores, realizada por las personas jurídicas en el mercado primario⁵². En cuanto al objetivo de una OPP, se debe

⁵⁰ REVISTA DE DERECHO THEMIS 40, La Oferta Pública Primaria de Valores; página 71. Piaggio Torre Tagle Ezio.

⁵¹ REVISTA DE DERECHO THEMIS 40, Op. Cit., pag. 72.

⁵² Como se puede notar, para nuestra legislación la característica fundamental de una OPP es la creación de nuevos valores, es decir, dar existencia a éstos por primera vez, y que sean emitidos por entidades con personería jurídica. El adjetivo nuevo implica, en este contexto, que los valores mobiliarios no hayan sido objeto previo de intercambio. En consecuencia, la emisión de estos valores se concibe como un acto creador o primigenio y la oferta generalmente tiene como único propósito la colocación de estos valores, esto es, la venta del emisor a un tercero y no otro acto jurídico.

resaltar que ésta sirve para obtener recursos de los agentes superavitarios (inversionistas), con la finalidad de utilizarlo en actividades productivas de la empresa, reestructurar deudas o para capital de trabajo.

En toda oferta pública primaria intervienen:

1. El emisor (agente deficitario que pretende captar recursos de los agentes superavitarios);
2. La CONASEV (ente regulador del Mercado de Valores);
3. El estructurador (encargado de la dirección de la oferta pública, realiza el estudio de la emisión);
4. El Ofertante (invita a adquirir los valores, puede ser el propio emisor o agente de intermediación)
5. Los inversionistas (agentes superavitarios que tienen excedente de recursos financieros);
6. Las empresas clasificadoras de riesgo, según corresponda (emiten opinión acerca de la situación financiera del emisor).

La Oferta Pública y la Ley General de Sociedades

- a) **Constitución de sociedades.-** El artículo 56 de la LGS dispone que la sociedad anónima puede constituirse por oferta a terceros, sobre la base del programa suscrito por los fundadores. Cuando la oferta a terceros tenga la condición legal de oferta pública, le es aplicable la legislación del Mercado de Valores.

Bajo esta modalidad los fundadores de una futura sociedad anónima logran captar fondos para configurar el capital inicial de ésta. Éste mecanismo convertirá en accionistas a los que suscriban las acciones a emitirse.

- b) **Aumento de capital por oferta pública⁵³.**- El artículo 212 de la LGS establece que una de las formas de aumentarse el capital es mediante la suscripción pública de nuevas acciones, pudiendo realizarse ésta a través de oferta pública.

Mediante esta modalidad, los accionistas de una sociedad buscan incrementar su capital, recurriendo para ello al mercado de valores a través de una oferta pública. El aumento de capital por nuevos aportes, mediante OPP, determina que los suscriptores de las nuevas acciones, asuman el riesgo del negocio, al convertirse en accionistas del emisor⁵⁴.

⁵³ Para llevar a cabo una OPP de acciones bajo esta modalidad, es necesario que dicho acuerdo sea adoptado por la junta general de accionistas de la sociedad emisora. Para ello, será necesario que la totalidad de acciones suscritas, cualquiera sea la clase a la que pertenezcan, estén totalmente pagadas. El acuerdo tomado en junta debe cumplir todos los requisitos exigidos para la modificación de estatutos. En tal sentido, será necesaria la concurrencia de dos tercios de las acciones suscritas con derecho a voto y en segunda convocatoria, al menos tres quintas partes de las acciones suscritas con derecho a voto. La aprobación del acuerdo deberá contar con el voto favorable de la mayoría absoluta de las acciones suscritas con derecho a voto.

⁵⁴ La sociedad no asume un compromiso de devolución de fondos, no ofrece garantías y no tiene cargos fijos predeterminados, a diferencia de los que sucede en la emisión de valores representativos de deuda.

Oferta Pública Primaria de Bonos

La junta general de accionistas o de socios, de ser el caso, es el órgano societario que debe acordar la emisión de bonos. Sin embargo, ésta puede delegar en el directorio o en el administrador de la sociedad, la ejecución del proceso de emisión, así como todas las demás decisiones referidas a éste.

En tal sentido, la LGS ha establecido la necesidad de cumplir con dos condiciones para efectos de la emisión de bonos:

- a) **Constitución de un sindicato de obligacionistas.-** la ley obliga a establecer, en el acuerdo de emisión, la constitución del sindicato de obligacionistas por dos razones fundamentales⁵⁵:
 - i. La constitución de éste, permite salvaguardar de mejor manera, los intereses de los obligacionistas permitiendo que los mismos puedan actuar a través de un órgano colectivo.
 - ii. Facilita a la sociedad emisora una ordenada interrelación con los suscriptores de los bonos, la cual no sería posible si tuviera que entenderse con cada uno de ellos individualmente.
- b) **Designación de un representante de los obligacionistas.-** Este representante es el intermediario exclusivo y excluyente, entre la sociedad emisora y el sindicato de obligacionistas, siendo su principal finalidad velar por el cumplimiento de los términos de la emisión. Su función está determinada por la ley y por el contrato respectivo; interactúa y colabora con la asamblea, a fin de cumplir debidamente con la representación del sindicato y con sus funciones de gestión en beneficio del mismo⁵⁶. La primera función del representante de los obligacionistas, será la de suscribir el contrato de emisión a nombre de los futuros titulares de bonos, para luego convocar a la asamblea de obligacionistas cuando se suscriba el 50% de la emisión. Convocada la asamblea ésta aprobará o desaprobará su gestión, ratificando o designando su reemplazante a dicho cargo, de conformidad con lo establecido por la LGS.

2.7 REGISTRO PÚBLICO DEL MERCADO DE VALORES (RPMV)

Solo es permitido realizar ofertas públicas de ventas con valores previamente inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, donde se exige al emisor proporcionar información sobre el proyecto de la emisión, las características de los valores, derechos y obligaciones otorgados a los titulares, manifestarse sobre los factores riesgosos para las expectativas de los inversionistas, estados financieros

⁵⁵ El sindicato de obligacionistas se constituye por escritura pública del contrato de emisión y está compuesto por la asamblea de obligacionistas y el representante de los obligacionistas. En tal sentido, forman parte del sindicato de obligacionistas todos los suscriptores de los bonos de una determinada emisión. Mediante la suscripción correspondiente, los compradores de los bonos ratifican el contrato de emisión, adquiriendo en tal virtud, el status de obligacionistas.

⁵⁶ La sociedad emisora debe designar como representante de los obligacionistas a cualquier empresa bancaria, financiera o sociedad agente de bolsa; no pudiendo designarse como tal a sí misma, ni a las personas que tengan vinculación con ella.

auditados, garantías de la emisión, procedimiento a seguir para la colocación de los valores, entre otros⁵⁷.

El Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) constituye el medio por el cual se pone a disposición del público, la información necesaria para la toma de decisiones de los inversionistas con la finalidad de lograr la transparencia del Mercado de Valores.

En el RPMV se inscriben los valores, programas de emisión de valores, fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que señalen la LMV⁵⁸.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 16 de la LMV, la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Sin embargo, en algunos casos, puede tener carácter reservado, no pudiendo ser materia de difusión.

Finalmente, corresponde a CONASEV llevar el Registro y determinar su organización y funcionamiento sobre la base de los principios de libre acceso a la información y de simplificación administrativa.

2.7.1 Secciones del Registro Público del Mercado de Valores

Según el artículo 15 de la LMV, el RPMV debe constar de las siguientes secciones, sin perjuicio de que CONASEV establezca otras adicionales de acuerdo con los requerimientos del mercado⁵⁹:

- 1) De valores mobiliarios y programas de emisión.
- 2) De agentes de intermediación en el mercado de valores.
- 3) De fondos mutuos.
- 4) De fondos de inversión.
- 5) De sociedades de propósito especial.
- 6) De sociedades administradoras de fondos de inversión.
- 7) De sociedades administradoras de fondos mutuos.
- 8) De sociedades titulizadoras.
- 9) De empresas clasificadoras de riesgo.
- 10) De sociedades anónimas abiertas.
- 11) De instituciones de compensación y liquidación de valores.

⁵⁷ La Oferta Pública Primaria de Valores mobiliarios requiere necesariamente de la inscripción del valor y registro del prospecto informativo en el RPMV. La inscripción y registro, permitirá a los inversionistas adoptar decisiones libres e informadas, en tanto generará la obligación de brindar a CONASEV, continua y periódicamente, información sobre el valor inscrito.

⁵⁸ El Reglamento del RPMV está contenido en la Resolución CONASEV N° 079-97-EF/94.10.0. En el artículo 10 de este reglamento, se establece las normas generales para la inscripción en el Registro, el que se realiza por una Resolución CONASEV o Resolución de Gerencia General de inscripción o autorización de funcionamiento, según sea el caso, así como directamente por el registrador en los casos de inscripción automáticas.

⁵⁹ Las secciones señaladas en los acápites 1) al 13) son las mencionadas en el artículo 15 de la LMV; los acápites 14) al 19) han sido aprobados por el Reglamento del Registro; el acápite 20) por el Reglamento de Agentes de Intermediación y el acápite 21) por el Reglamento de Fondos Mutuos de Inversión en Valores y sus Sociedades Administradoras.

- 12) De las bolsas y otras entidades responsables de la conducción de mecanismos centralizados de negociación.
- 13) De árbitros.
- 14) De auditores independientes.
- 15) De las bolsas de productos.
- 16) De productos.
- 17) De corredores de productos.
- 18) De operadores especiales.
- 19) De cámaras de compensación.
- 20) Intermediarios extranjeros
- 21) De custodia.

2.7.2 Inscripción obligatoria y facultativa en el RPMV

La inscripción puede ser:

- a) Obligatoria.- es obligatoria la inscripción de los valores de oferta pública y los programas de emisión de valores, sin que para ello se requiera autorización administrativa previa y sin que proceda el examen de la situación económico-financiera del emisor.
- b) Facultativa, según establezca la LMV.- es facultativa la inscripción de los valores que no han de ser objeto de oferta pública, en cuyo caso el emisor se somete a todas las obligaciones que emanan de la LMV⁶⁰.

El artículo 18 de la LMV, establece que la inscripción de un valor o de un programa de emisión de valores en el RPMV se debe presentar a CONASEV con los documentos donde conste sus características, las del emisor y en su caso, los derechos y obligaciones de sus titulares.

Con excepción de lo estipulado en el artículo 23 de la LMV, referido a la inscripción parcial, la inscripción de un determinado valor de la empresa emisora acarrea automáticamente la de todos los valores de la misma clase que haya emitido.

Plazo

La LMV en su artículo 20, dispone un plazo de 30 días para que CONASEV inscriba en el RPMV un valor o programa de emisión contados a partir de la fecha de presentación de la solicitud. Dicho plazo podrá ampliarse en tantos días como demore la empresa emisora levantar las observaciones que, por una sola vez le formule CONASEV.

⁶⁰ La LMV se refiere a ciertos casos de inscripción facultativa como: 1) la inscripción parcial de las acciones de capital, en el caso que lo soliciten cuando menos el 25% del capital social del emisor, limitándose la inscripción a dichas acciones (art. 23); 2) valores representativos de deuda (art. 24); 3) cuando medie acuerdo de la junta general de accionistas u órgano equivalente, o cuando ello se efectúe según los términos establecidos en el contrato de emisión o instrumento legal equivalente (art. 26).

Una vez que el emisor levanta las observaciones referidas en el párrafo anterior y aún cuando no hubiese cumplido el plazo indicado, CONASEV dispone de 5 días para efectuar la inscripción.

Es importante señalar que de acuerdo con el artículo 22 de la LMV, la inscripción de un valor en el RPMV no implica la certificación sobre su bondad, la solvencia del emisor, ni sobre los riesgos del valor o de la oferta. En consecuencia CONASEV no está autorizada para analizar los valores materia de oferta pública, ni opinar sobre la misma, su labor se limita en este aspecto, únicamente a observar el cumplimiento de las normas sobre inscripción en el RPMV y la divulgación de hechos de importancia.

2.7.3 Información que deben presentar las empresas inscritas en el RPMV

La información que deben presentar las empresas inscritas en el RPMV comprende aspectos de carácter financiero, hechos de importancia, transferencias efectuadas, sustracción, destrucción, extravío y afectación de los títulos.

El artículo 28 de la LMV establece que el registro de un determinado valor o programa de emisión acarrea para su emisor la obligación de informar a CONASEV y, en su caso, a la bolsa respectiva o entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado, de los hechos de importancia, incluyendo las negociaciones en curso, sobre sí mismo, el valor y la oferta que de éste se haga, así como la de divulgar tales hechos en forma veraz, suficiente y oportuna. La información debe ser proporcionada a dichas instituciones y divulgada tan pronto como el hecho ocurra o el emisor tome conocimiento del mismo, según sea el caso.

Con relación a lo que se considera como Hecho de Importancia la Resolución CONASEV N° 107-2002-EF/94.10, menciona en su artículo 4 cuando los mismos se constituyen siendo estos:

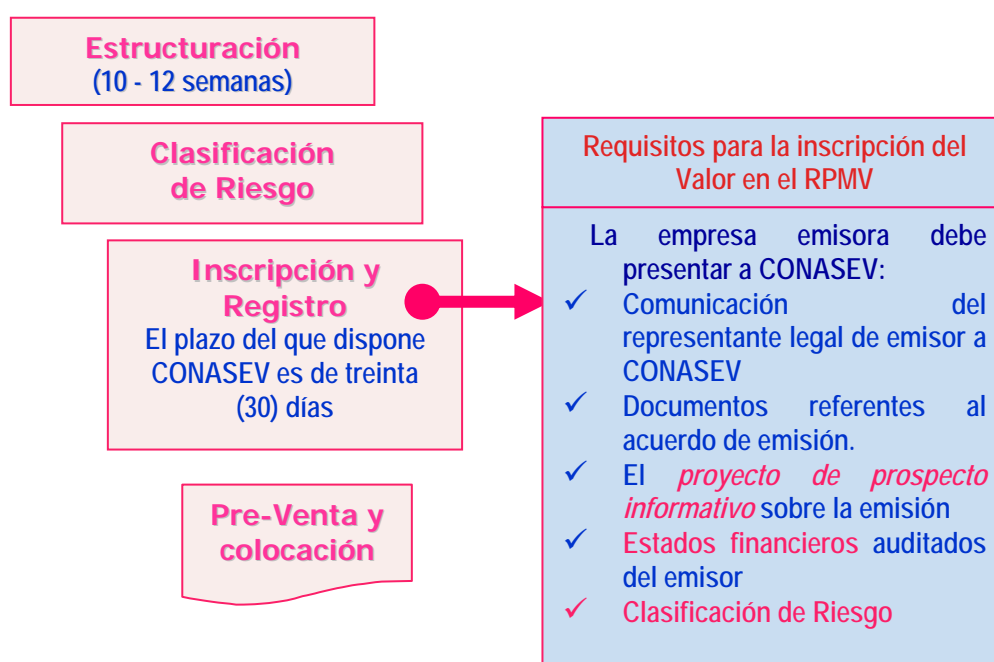
- a) Los actos, hechos, decisiones y acuerdos que puedan afectar a un emisor y sus negocios, así como a las empresas que forman su grupo económico.
- b) La información que afecte en forma directa o pueda afectar significativamente en la determinación del precio, la oferta o la negociación de valores inscritos en el RPMV.
- c) En general la información necesaria para que los inversionistas puedan formar su opinión acerca del riesgo implícito de la empresa, su situación financiera y sus resultados de operación, así como los valores emitidos.

Estos hechos comprenden aspectos que dependen de la misma sociedad y que están relacionados a los acuerdos que adoptan sus órganos competentes relacionados con su gestión institucional y financiera, así como aquellos hechos

externos a la sociedad y que no dependen de ella pero que inciden en su actividad institucional.

2.7.4 Inscripción en el Registro Público de un valor objeto de oferta pública primaria

Para que una empresa emisora, realice una oferta pública primaria de valores debe seguir el procedimiento siguiente:



La realización de una oferta pública de venta de valores en Perú por parte de una empresa, debe cumplir determinados requisitos establecidos en el artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores.

Para la inscripción de un valor que será objeto de Oferta Pública Primaria en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), el emisor deberá presentar a CONASEV lo siguiente⁶¹:

- a. Comunicación del representante legal del emisor, con el contenido y formalidades que CONASEV establezca⁶².

⁶¹ Cabe resaltar que la Entidad Estructuradora será responsable, en todos los casos, de velar porque el emisor y/o la persona que corresponda, presente la información y documentación pertinente al momento de la inscripción de la OPP.

⁶² Consiste en presentar una solicitud a CONASEV, con la finalidad de dar curso a la inscripción del valor, para lo cual el representante deberá tener suficientes poderes para ello, los cuales son generalmente delegados por el directorio o junta general de una sociedad al gerente de ésta. Con ello se busca que cualquier modificación o adecuación a los términos y condiciones de la OPP sea más expeditiva, pues en caso contrario tendría que pasar por la correspondiente sesión de directorio o de junta general según sea el caso.

- b. Documentos referentes al acuerdo de emisión, donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de sus titulares⁶³.
- c. El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión⁶⁴.
- d. Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita⁶⁵.
- e. Obtener la clasificación de riesgo cuando corresponda. Con la finalidad de disminuir en parte el riesgo que una OPP puede conllevar para los potenciales inversionistas, nuestra legislación ha incorporado la clasificación del riesgo, pero tan sólo con relación a la emisión de bonos⁶⁶. Ello consiste en que Empresas Clasificadoras de Riesgo tomen en cuenta diversos factores que podrían influir en la capacidad de pago de los intereses y devolución del capital, en los casos de obligaciones emitidas por sociedades.

Solo es permitido realizar ofertas públicas de ventas con valores previamente inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, donde se exige al emisor proporcionar información sobre el proyecto de la emisión, las características de los valores, derechos y obligaciones otorgados a los titulares, manifestarse sobre los factores riesgosos para las expectativas de los inversionistas, estados financieros auditados, garantías de la emisión, procedimiento a seguir para la colocación de los valores, entre otros⁶⁷.

En el RPMV se inscriben los valores, programas de emisión de valores, fondos mutuos, fondos de inversión y los participantes del mercado de valores que señalen la LMV⁶⁸.

⁶³ La ley se remite a aquellos en los que conste la voluntad societaria, es decir, el acta de junta general de accionistas o de directorio según sea el caso. La exigencia de presentación de estos documentos en los que conste la voluntad de la sociedad emisora resulta de vital importancia, toda vez que ellos permitirán a CONASEV comparar las características que la sociedad ha acordado con relación a aquellas características detalladas en el prospecto informativo que se ponga a disposición del público en general, previo registro del valor.

⁶⁴ El Prospecto Informativo contiene datos necesarios para que los inversionistas tomen sus decisiones de comprar o no el valor mobiliario.

⁶⁵ Los estados financieros son requeridos a fin de que se deje constancia en los registros de la comisión correspondiente, acerca de la situación económico-financiera de la empresa emisora, debiendo resaltar que en el prospecto informativo también se debe incluir.

⁶⁶ En nuestro medio dicha clasificación es obligatoria solo en las emisiones de valores representativos de deuda, tales como bonos, instrumentos de corto plazo. En los demás casos, es facultativa.

⁶⁷ La Oferta Pública Primaria de Valores mobiliarios requiere necesariamente de la inscripción del valor y registro del prospecto informativo en el RPMV. La inscripción y registro, permitirá a los inversionistas adoptar decisiones libres e informadas, en tanto generará la obligación de brindar a CONASEV, continua y periódicamente, información sobre el valor inscrito.

⁶⁸ El Reglamento del RPMV está contenido en la Resolución CONASEV N° 079-97-EF/94.10.0. En el artículo 10 de este reglamento, se establece las normas generales para la inscripción en el Registro, el que se realiza por una Resolución CONASEV o Resolución de Gerencia General de inscripción o autorización de funcionamiento, según sea el caso, así como directamente por el registrador en los casos de inscripción automáticas.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 16 de la LMV, la información contenida en el Registro tiene un carácter público y por lo tanto, de libre acceso. Sin embargo, en algunos casos, puede tener carácter reservado, no pudiendo ser materia de difusión.

Finalmente, corresponde a CONASEV llevar el Registro y determinar su organización y funcionamiento sobre la base de los principios de libre acceso a la información y de simplificación administrativa.

2.8 CLASIFICACIÓN DE RIESGO

Proceso de evaluación a partir del cual, una empresa clasificadora de riesgo expresa su opinión acerca de la calidad o riesgo de un determinado valor. La clasificación de riesgo implica un riguroso examen de la sociedad emisora, que es la empresa evaluada. No constituye una recomendación para comprar, vender o mantener dicho valor.

El proceso de clasificación se inicia cuando el emisor solicita a la empresa clasificadora de riesgo, la clasificación de sus valores. Si existe acuerdo, ambas firman el respectivo contrato.

La LMV en el artículo 269, define la empresa clasificadora de riesgo como la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores. De acuerdo con el artículo 270, estas empresas, pueden constituirse bajo cualquiera de las formas permitidas por la LGS⁶⁹.

Según el Reglamento de empresas clasificadoras de riesgo⁷⁰ en su Artículo 15 denominado Clasificación Obligatoria se estipula que “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos (2) Clasificadores, independientemente entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Es facultad de CONASEV determinar aquellos valores que por sus características califican como representativos de deuda. En tales casos dichos valores deberán ser clasificados obligatoriamente”.

2.8.1 Clasificación obligatoria y facultativa

El artículo 280 de la LMV establece que la clasificación es obligatoria cuando se trata de la emisión por oferta pública de valores representativos de deuda, debiendo contratarse los servicios de por lo menos 2 empresas clasificadoras de riesgo, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. En los demás casos la clasificación es facultativa.

⁶⁹ El artículo 271 de la LMV, establece que corresponde a CONASEV otorgar la autorización de organización y funciones. Asimismo, debe inscribirse en el Registro de Empresas Clasificadoras de Riesgo.

⁷⁰ El Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, establece que la clasificación de riesgo sólo puede ser desarrollada por las denominadas Clasificadoras de Riesgo, cuyo control y supervisión está a cargo de CONASEV. Actualmente, operan en nuestro país las empresas clasificadoras de riesgo: APOYO Y ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, CLASS & ASOCIADOS S.A. CLASIFICADORA DE RIESGO, EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. Y CLASIFICADORA DE RIESGO PACIFIC CREDIT RATING SAC.

2.8.2 Criterios para la clasificación

El artículo 286 de la LMV establece que la clasificación de un valor se efectúa en función de:

- 1) La solvencia del emisor.
- 2) La variabilidad de los resultados económicos del emisor.
- 3) La probabilidad de que las obligaciones que el emisor ha puesto en circulación resulten impagas.
- 4) Las características del valor.
- 5) La liquidez del valor.
- 6) La información disponible a los fines de la clasificación.
- 7) Los demás criterios que, de manera general, determine CONASEV.

2.8.3 Categorías de Riesgo

El análisis de la capacidad de pago de la empresa emisora de obligaciones, se resume en una clasificación de riesgo que se expresa mediante una simbología con significados determinados⁷¹. Los símbolos corresponden a las diversas categorías que la Circular establece, tales como:

CATEGORÍAS	SÍMBOLO
Mejor	I
Buena	II
Regular	III
Menor	IV
Alto Riesgo	V

Dentro de cada categoría, se asignan letras, distinguiéndose según las clases de títulos, las mismas que expresarán el nivel de riesgo, que se traduce en la capacidad de pago de la empresa emisora.

CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos respecto de determinadas categorías de colocaciones. A tal fin, toma en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas.

Es así, que CONASEV, a través de Resolución CONASEV N° 059-2001-EF/94.10, del 31/10/2001, modificó el Reglamento de Oferta Pública Primaria, a efectos de flexibilizar los requerimientos de inscripción para los instrumentos de corto plazo de Entidades Calificadas⁷². Al emisor que cuente con uno o más valores inscritos en el Registro Público por un período de dos años o más, que no haya sido

⁷¹ La categoría de riesgo se expresa a través de una simbología establecida por CONASEV mediante la Circular N° 008-95-EF/94.40.0 del 6.03.1995.

⁷² REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES, El Mercado de Valores como Fuente Alternativa de Financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa en el Perú; julio 2002, página 19.

objeto de imposición de sanciones, distintas a la amonestación, en los doce últimos meses, por faltas cometidas en relación con sus obligaciones de revelación de información a dicho Registro y cuando corresponda, no cuente con valores que hubieren obtenido, durante el último de los períodos mencionados, una categoría de riesgo que implique una falta de presentación de información suficiente a la empresa clasificadora.

De esta manera se redujo de 30 a 15 días el plazo máximo del que esta Comisión Nacional dispone para la inscripción de dichos valores en su Registro. Asimismo, se dispuso que la entrega física del prospecto informativo especial a los potenciales inversionistas pueda ser sustituida por su publicación en un diario de circulación nacional.

Mediante la sexta Disposición Transitoria y Final sobre Promoción del Desarrollo del Mercado de Valores, de la Ley N° 27649 (23.01.2002)⁷³, se dispuso que mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas, se podrían establecer excepciones a los requisitos de inscripción del valor y registro del prospecto en el RPMV, la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas, en los supuestos en que el plazo de emisión sea corto o el monto de la emisión no sea elevado o según el tipo de valor de que se trate o las características del emisor o las naturalezas de las garantías que se establezcan u otras circunstancias similares, siempre que tales requerimientos resulten innecesarios o impongan costos injustificados al financiamiento vía la oferta de valores⁷⁴.

2.9 PROSPECTO INFORMATIVO

Uno de los requisitos para la inscripción de la oferta pública primaria es la presentación de un proyecto de prospecto informativo sobre la emisión. El prospecto informativo es el documento legalmente exigido con carácter previo a la realización de cualquier apelación pública al ahorro (...) en el que deben constar los datos necesarios para que los destinatarios de la misma puedan formarse un juicio completo y razonando sobre la operación⁷⁵.

En tal sentido, Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, Artículo 56, estipula que el prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas; debe contener como mínimo lo siguiente:

- a. Las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular.
- b. Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista.

⁷³ Ley que modifica la Ley del Mercado de Valores.

⁷⁴ Esta disposición resulta preocupante ya que los criterios para establecer las situaciones de excepción deben estar expresamente establecidos en una norma y no surja alguna duda frente a la excepción señalada y ésta se considere como tal.

⁷⁵ Definición de Reyes Palá citada en el libro de SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, EL Mercado de Valores en el Perú; Editores Cultural Cusco S.A., Lima 2002, página 265.

- c. Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas.
- d. Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.
- e. Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita.
- f. El detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda.
- g. El procedimiento a seguir para la colocación de los valores.
- h. La información complementaria que determine CONASEV mediante disposiciones de carácter general.

Señala Marc I. Steinberg, en su libro titulado Entendiendo las Leyes de los Valores Mobiliarios: “El registro de los valores mobiliarios no asegura a los inversionistas contra pérdidas, ni tampoco la autoridad reguladora tiene el poder para desaprobar valores mobiliarios debido a que éstos no tienen méritos suficientes (...) Asumiendo que existe la debida transparencia, la Comisión no puede denegar o limitar los valores mobiliarios materia de una venta pública, sea o no que el precio o los términos y condiciones de la emisión sean justos o si la sociedad emisora ofrece un futuro de éxito razonable. Estos factores deben ser evaluados por el inversionista a la luz de la información proporcionada y si la información ha sido completa y correctamente proporcionada el inversionista asume cualquier riesgo envuelto en la compra de los valores mobiliarios materia de la OPP”.

Principio de Transparencia

Se conoce como el principio de la información y es fundamental en el Mercado de Valores. Un mercado es transparente cuando, quienes participan en él, tienen la misma oportunidad de ser informados. Sin transparencia no es posible que el mercado inspire la confianza necesaria a quienes participan en él. Al aplicarse el principio de la transparencia, debe tenerse en cuenta que no se trata de exigir cualquier tipo de información. La información debe reunir las características siguientes: uniformidad, claridad, sencillez, oportunidad y veracidad.

En virtud de este principio, un emisor de valores a través de una OPP, debe informar correctamente al mercado no sólo respecto a valores que se desea colocar o vender, sino también con relación a la realidad de la sociedad emisora, el uso que se le darán a los fondos captados y la manera cómo se venderán o colocarán dichos valores. Esta información se plasma en un documento denominado Prospecto Informativo, el cual debe ser puesto a disposición del organismo gubernamental regulador, que en nuestro caso es CONASEV⁷⁶.

⁷⁶ El artículo 16 de la LMV, dispone que la transparencia debe reflejarse en el comportamiento de las personas inscritas en el RPMV, en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado.

2.10 LA EMISIÓN EN EL MERCADO PRIMARIO DE VALORES

Un mercado de valores para empresas de baja capitalización⁷⁷ podría facilitar la colocación de ofertas públicas pequeñas. Es por ello que para el caso Peruano es necesario un marco legal acorde a las exigencias internas, que facilite el desenvolvimiento de las medianas empresas dentro del mercado de valores.

Las empresas emisoras poseen dos alternativas de financiamiento vía intermediación directa: emisión de deuda o apertura de su patrimonio⁷⁸.

2.10.1 Emisión de acciones

La más sencilla e importante fuente de financiamiento es el capital propio, reunido a través de la emisión de acciones. El artículo 257 de la Ley de Títulos Valores -Ley N° 27287- establece que la acción se emite sólo en forma nominativa. Es indivisible y representa la parte alícuota del capital de la sociedad autorizada a emitirla. Se emite en título o mediante anotación en cuenta y su contenido se rige por la ley de la materia⁷⁹.

La creación de nuevas acciones por el organismo emisor para el aumento de capital supone la introducción o colocación de activos financieros en el Mercado de Valores⁸⁰.

La acción se emite en título o en anotación en cuenta, de acuerdo con lo dispuesto por las normas pertinentes⁸¹.

Las acciones se pueden emitir en clases. Los derechos que se confieren a los titulares de las acciones derivan del título. Tal es así que las acciones comunes ofrecen iguales derechos a todos los accionistas en forma genérica. En cambio cuando se emiten acciones en clase, éstas se diferencian de las comunes por los derechos que incorporan.

⁷⁷ En el ámbito bursátil, se refiere al valor total a precios de mercado de las acciones inscritas en los registros de la Bolsa; es igual al número de acciones vigentes multiplicadas por el precio de acuerdo con la participación de la acción en el mercado.

⁷⁸ LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, Piura 1996, páginas 79-84.

⁷⁹ Art. 257.2 de la Ley de Títulos Valores, estipula que cuando la acción pertenece a una determinada clase, confiere a su titular exactamente los mismos derechos y obligaciones que las previstas para las demás de su misma clase.

⁸⁰ La acción que emite la sociedad es un título valor reconocido por ley, ello fluye no sólo de la ley de la materia (Ley General de Sociedades) sino en forma expresa de la Ley de Títulos Valores. La acción se emite a favor de una persona natural o jurídica y que el titular debe ser nominado, no siendo posible emitir acciones al portador.

⁸¹ Las acciones en título se inscriben en el Libro de Matrícula de Acciones y se materializan en los certificados emitidos por la sociedad; las anotaciones en cuenta son confiadas a las entidades llamadas por ley y ellas son las encargadas de emitir los certificados que acreditan que los titulares tienen inscrito su derecho como accionista.

Por otro lado, la emisión de acciones en el mercado puede ser⁸²: 1) *a la par*, cuando el suscriptor ha de entregar a la empresa el valor nominal del título; 2) *con prima*, cuando el desembolso para la suscripción es superior al valor nominal; 3) *liberada*, cuando en el caso de una ampliación de capital la suscripción de las acciones nuevas no requiere desembolso alguno. La emisión de nuevas acciones trae consigo el ejercicio del derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas, los cuales pueden ejercitarlo directamente y suscribir los títulos o enajenarlo a su valor teórico o bursátil, en cuyo caso podrá suscribir la persona que lo desee.

La mayor parte de las empresas emiten un único tipo de acciones ordinarias. Sin embargo, en algunas ocasiones una firma puede tener dos tipos de acciones en circulación, que difieren en su derecho a votar y a recibir dividendos.

El número máximo de acciones que se puede emitir se conoce como capital social autorizado o capital en acciones autorizado. Este máximo se especifica en los estatutos de la sociedad y sólo puede incrementarse con la autorización de los accionistas.

La mayor parte de las acciones emitidas están en poder de los inversionistas. Estas acciones se dice que están en circulación.

Las acciones emitidas se contabilizan en los libros de la empresa por su valor nominal.

El precio de las nuevas acciones vendidas al público casi siempre supera el valor nominal. La diferencia se recoge en la contabilidad como capital aportado adicional o prima de emisión.

El éxito de una emisión de acciones depende de los siguientes factores:

- ✓ El precio de emisión es un aspecto muy importante.- cuanto menor sea el precio de emisión, mayor será el valor de los derechos de suscripción, y más fácil será vender las nuevas acciones, pero, en cambio, menos recursos financieros obtiene la empresa. Por el contrario, si el precio de emisión fijado es alto, mayor será el volumen de recursos financieros que la empresa obtiene con un número de acciones dado, pero más difícil resultará colocar esas acciones en el mercado primario.
- ✓ La forma en que estén repartidas en el mercado las acciones antiguas.- si éstas están concentradas en unas pocas manos, su cotización será mucho más frágil que si estuvieran distribuidas entre un gran número de accionistas.

⁸² TOLA NOSIGLIA José, El Mercado de valores y la Bolsa en el Perú; Editorial Mass Comunicación SRL, 589 páginas, Lima 1 994.

- ✓ El volumen de acciones emitidas.- si la ampliación es de una acción nueva por cada cuatro antiguas, será mucho más fácil colocar la nueva emisión que si la ampliación fuera de una nueva por una antigua.
- ✓ La elección del momento.- si nos hallamos en una fase ascendente del ciclo económico es probable que la ampliación salga bien.
- ✓ La intervención de un buen intermediario es un factor muy importante.
- ✓ Una publicidad adecuada.

2.10.2 Emisión de bonos

Los bonos⁸³; son instrumentos financieros de renta fija, emitidos a largo plazo por una empresa, gobierno u organismo público, con un determinado tipo de interés y fecha previstas de pago de los intereses y reembolso del principal⁸⁴.

A su vez, el artículo 86 del Decreto Legislativo N° 861, Ley del Mercado de Valores, define a los bonos como la oferta pública de valores representativos de deuda a plazo mayor a un año. Por su parte, la Ley de Títulos Valores los incluye dentro de los denominados valores mobiliarios⁸⁵.

Por lo tanto, *la emisión de bonos es la creación de nuevos valores mobiliarios por el organismo emisor como consecuencia de un préstamo.* Representan el préstamo que los inversionistas otorgan a una empresa o entidad que los emite, la que se compromete a devolver el dinero en la fecha acordada. En otras palabras, un bono es un instrumento financiero por medio del cual, un prestatario (agente deficitario) acuerda pagar al agente superavitario (inversionista individual o institucional) una tasa cupón y el valor nominal al vencimiento del bono.

Cuando se endeudan las empresas prometen realizar el pago periódico de intereses (cupón) y devolver el principal (cuantía inicial tomada a préstamo) de acuerdo con los plazos acordados. Sin embargo, esta responsabilidad es limitada. Los accionistas tienen el derecho de impago ante cualquier obligación de deuda, dejando en manos de los prestamistas los activos de la sociedad. Está claro que optarán por hacerlo únicamente si el valor de los activos es menor que la cuantía de la deuda.

La emisión de bonos u obligaciones puede ser de 2 clases: 1) *con prima*, que a su vez puede ser: a) *de emisión*, que es colocada en el mercado

⁸³ El artículo 263.1 de la Ley de Títulos Valores, estipula que los valores representativos de obligaciones incorporan una parte alícuota o alicuanta de un crédito colectivo concedido a favor del emisor, quien mediante su emisión y colocación reconoce deudas a favor de sus tenedores. El artículo 263.2 establece que cada emisión puede ser hecha en una o varias series, numeradas. Además, precisa que los valores que representan las obligaciones pueden ser sólo nominativos o al portador.

⁸⁴ MOCHON MORCILLO Francisco - ISIDRO APARICIO Rafael, Diccionario de Términos Financieros y de Inversión; Editorial McGraw-Hill, 414 páginas, España 1995.

⁸⁵ Artículos 255 y 256 de la Ley de Títulos Valores. Ley N° 27287.

primario bajo la par, es decir, a un precio inferior a su valor nominal, *b) de reembolso*, por suma mayor al valor nominal; 2) *sin prima*.

Puesto que los prestamistas u obligacionistas no son considerados propietarios de la empresa no tienen poder de voto. El pago de los intereses de la deuda se considera como un costo y se resta del beneficio imponible. En cambio los dividendos de las acciones ordinarias se pagan con el beneficio después de impuestos.

Características de un bono

El *plazo de vencimiento* es el tiempo durante el cual el emisor promete cumplir las condiciones de la obligación.

El *vencimiento* se refiere al día en que la deuda dejará de existir y que el emisor amortizará el bono pagando la cantidad prestada.

El *principal* de un bono (denominado también valor a la par, valor de vencimiento, valor de rescate), es la cantidad que el emisor acuerda pagar al poseedor del bono a la fecha de vencimiento.

La *tasa cupón* es la tasa de interés que el emisor acuerda pagar en cada período establecido en el contrato. La tasa cupón, cuando es multiplicada por el principal del bono, proporciona la cantidad de unidades monetarias del cupón.

El *cupón* es la cantidad de intereses pagado a los poseedores durante el plazo del bono.

Tipos de bonos

Existen diversos **tipos de bonos**, entre los cuales se pueden señalar los siguientes⁸⁶:

Los *bonos del tesoro*, emitidos por el tesoro público. Son instrumentos que permiten financiar operaciones del Gobierno.

Los *bonos corporativos*, emitidos por las empresas para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos de inversión. Resultan atractivos para las empresas porque no necesariamente están respaldados por garantías específicas. Los emisores tienen la posibilidad de diseñarlos de acuerdo con las características que se ajusten y convengan a sus propios requerimientos de financiamiento y en función a un estudio de demanda de este tipo de instrumento.

Los *bonos de arrendamiento financiero*, emitidos por instituciones bancarias, financieras y de arrendamiento financiero, con la finalidad de captar fondos destinados a comprar activos fijos para emplearlos en arrendamiento financiero. Tienen como límite los montos fijados para las operaciones pasivas de las entidades bancarias y financieras.

⁸⁶ NORIEGA NAIRN Fernando, La Bolsa de Valores, Instituciones e Instrumentos del Mercado de Valores Peruano, Primera edición, Universidad de San Martín de Porres, Lima 1 998, páginas 93-103.

Los *bonos estructurados*, son parte de los llamados instrumentos de inversión estructurados, los cuales son deudas que representan una renta variable a su tenedor. La rentabilidad ofrecida se deriva de la rentabilidad futura de un portafolio de otros activos financieros.

Los *bonos subordinados*, sólo los bancos y las empresas financieras los emiten a plazos no menores de cinco años, sin opción a garantizarlos ni procede su pago antes del vencimiento ni su rescate por sorteo.

Los *bonos convertibles*, emisión de bonos en la cual, el poseedor o tenedor del bono tiene el derecho o la opción de intercambiar la obligación por una cantidad específica de acciones comunes.

Participantes en una emisión de bonos:

Respecto a los agentes intervinientes en una emisión, podemos decir que los bonos son emitidos por el deudor (cualquier persona jurídica del sector público o privado y no sólo por las sociedades anónimas como lo disponía la ley anterior); que pueden ser adquiridos por los inversionistas, a quienes se les informa de las condiciones del endeudamiento y de la forma de pago a través de los prospectos informativos y documentación complementaria referida a la persona jurídica deudora y característica de las obligaciones. El proceso de información es controlado por la CONASEV, sin que ello signifique que dicha autoridad recomiende o garantice el buen fin de la inversión⁸⁷.

Entre los principales participantes en una emisión de bonos se tiene a los siguientes:

1) Emisor : Entidad pública o privada que, buscando financiamiento a través del mercado de valores, emite valores mobiliarios para ofrecerlos al público en general o a un sector determinado de éste. Los valores mobiliarios que pueden ser emitidos están constituidos principalmente por acciones representativas del capital social de una sociedad y por títulos representativos de deuda (bonos)⁸⁸. *Las empresas emisoras son agentes deficitarios que requieren fondos, sea para financiar un nuevo proyecto de inversión, para ampliar su capacidad de producción o para reestructurar sus pasivos con un financiamiento, generalmente de largo plazo.*

La importancia de las empresas emisoras radica en que constituyen la fuente del mercado primario (emisión primaria) que da origen al mercado de capitales, al generar nuevas ofertas de valores.

⁸⁷ CASTELLARES Rolando – DÍAZ Enrique – ROCCA Lilian – VARGAS Julio, El ABC del Mercado de Capitales; Universidad San Ignacio de Loyola, Lima 1998, página 115.

⁸⁸ PRO CAPITALES, Manual del Mercado de Capitales, Gráfica Lima S.A. página 1.

Una característica de nuestro mercado es que son pocas las empresas emisoras de bonos corporativos (69) y a su vez concentran la mayoría de emisiones⁸⁹.

2) Obligacionistas : Son los agentes superavitarios o inversionistas (individuales o institucionales) que buscan rentabilidad para el excedente de dinero o recursos financieros que tienen en su poder. Se les denomina también tenedores del bono⁹⁰.

3) Representante de los obligacionistas. En el caso de la emisión de bonos, se requiere que la empresa emisora designe un representante de los obligacionistas. Sólo las empresas bancarias, financieras o las sociedades agentes podrán ser designadas como representantes⁹¹.

4) Estructurador.- Entidad encargada de la dirección de la oferta pública, esto es de realizar el estudio de la emisión y colocación de bonos. Asimismo, diseña o estructura las características de la emisión de los bonos. Pueden desempeñarse como tales los agentes de intermediación y bancos de inversión regulados por la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros, así como las entidades que determine CONASEV⁹².

5) Ofertante.- Realiza la invitación a adquirir los valores mobiliarios objeto de la oferta pública. En tal sentido puede colocar dichos valores en forma directa o mediante terceros. Pueden ser ofertantes, el propio emisor y/o una entidad dedicada a la colocación y negociación de valores mobiliarios (agente de intermediación).

6) Clasificadora de Riesgo.- Emiten opinión acerca de la situación financiera de la empresa emisora y del riesgo o calidad de la emisión⁹³.

Los criterios que se toman en cuenta para la clasificación de riesgos son: 1) la solvencia del emisor, 2) la variabilidad de los resultados económicos del emisor, 3) la probabilidad que las obligaciones puestas en circulación por el emisor resulten impagas, 4) las características del valor, 5) la liquidez del valor, 6) la información disponible a los fines de la clasificación.

⁸⁹ Memoria Anual CONASEV – Años 2003-2008.

⁹⁰ La actual LGS – Ley N° 26887, emplea la misma denominación que la LMV – D.Leg. N° 861 “representante de obligacionistas” a diferencia de la anterior LGS que se refería a ellos con el nombre de fideicomisarios.

⁹¹ El artículo 87 de la LMV establece expresamente que toda emisión de bonos, incluidos los BAF, requiere de la designación del representante de los obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales bajo las condiciones que CONASEV establezca. Puede ser designado como representante de los obligacionistas cualquier persona natural o jurídica que cumpla con los requisitos establecidos por CONASEV mediante norma de carácter general. En cualquier caso, no podrá designarse como representante de los obligacionistas al emisor, ni a las personas con las que éste tenga vinculación conforme a las normas que apruebe CONASEV.

⁹² El artículo 56 de la LMV, relacionado al contenido del prospecto informativo, establece que debe contener entre otros aspectos nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante..

⁹³ Según la Ley del Mercado de Valores, D. Leg. N° 861, Título X que abarca las Empresas Clasificadoras, las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de por lo menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores, lo que se denomina en la doctrina como clasificación obligatoria.

7) Ente Regulador.- CONASEV es la institución encargada de promover y reglamentar los aspectos relacionados al Mercado de Valores Peruano.

2.10.3 Procedimiento para la colocación de activos financieros en el Mercado Primario de Valores

El proceso de emisión de activos financieros (bonos, acciones) se da cuando los agentes deficitarios (demandante de fondos prestables) requieren, recursos financieros o fondos para financiar sus proyectos de inversión y no les resulta conveniente o suficiente tomarlos del sistema bancario, entonces recurren a la emisión de valores mobiliarios (bonos) y captan así los recursos necesarios directamente de los ofertantes de fondos (agentes superavitarios).

Los activos financieros son colocados a través de los bancos de inversión. Un banco de inversión⁹⁴ es el intermediario directo entre la empresa emisora y el inversionista que desea adquirir valores ofertados. El banco de inversión no sólo realiza la oferta de títulos de empresas a inversionistas directos, sino que realiza un proceso especializado de asesoría integral, que va desde la definición del tipo de instrumento más conveniente para la empresa emisora, hasta el servicio post-venta, que busca que el título emitido posea liquidez en el mercado y cobertura de información en forma permanente.

La responsabilidad fundamental de un banco de inversión consiste en asesorar al agente deficitario o emisor y determinar el financiamiento más adecuado a sus necesidades.

El procedimiento para colocación de activos financieros en el mercado primario de valores, contempla los pasos siguientes:

1. El agente deficitario (emisor) decide emitir valores mobiliarios (bonos o acciones), para lo cual contrata los servicios de un estructurador.
2. El estructurador se encarga de diseñar la emisión o programa de emisión. Este diseño implica realizar un análisis financiero, de sensibilidad y riesgos del mercado y del emisor; definir la estructura de la emisión (montos, plazos, amortizaciones, tasas, entre otras características); brindar asesoría en la elaboración de las Actas de Junta de Accionistas, contrato de colocación, minuta de emisión, solicitud para CONASEV, etc. Las sociedades agentes de bolsa, los bancos o cualquier otra entidad que determine CONASEV, incluso **el mismo emisor, puede actuar como estructurador.**
3. Si el emisor ofrece valores representativos de deuda, como por ejemplo bonos, debe contratar los servicios de por lo menos dos (2) empresas

⁹⁴ LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, Piura 1996, página 29.

clasificadoras de riesgo independientes entre sí para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. En los demás casos, la clasificación es facultativa. Como parte de su labor, la clasificadora se encarga de realizar el análisis financiero del emisor y de la emisión (calce de plazos, endeudamiento económico, estrategia empresarial, perspectivas del negocio, posicionamiento en el mercado, etc.). Concluido su análisis emite una opinión, expresada en categorías, sobre la capacidad del emisor para cumplir o no sus obligaciones (con los inversionistas) en las condiciones y plazos establecidos en el contrato de emisión.

4. Una vez estructurada la emisión o programa de emisión, el emisor remite a CONASEV la información y documentación solicitando su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV).
5. CONASEV revisa el expediente y si este cumple con todos los requisitos autoriza la inscripción de la emisión o programa de emisión en el RPMV.
6. Una vez autorizada la inscripción, el emisor transfiere los valores al agente de intermediación.
7. El agente de intermediación -que también puede actuar como estructurador- prefinancia al emisor, cuando se trata de la colocación en firme.
- 8.- El agente de intermediación coloca o vende los valores a los inversionistas (individuales e institucionales). La colocación puede hacerse bajo las modalidades de en firme y no en firme.
9. Los inversionistas adquieren los valores y el agente de intermediación recibe los fondos producto de la venta de los valores.
10. El emisor procede al pago de los intereses y del principal de acuerdo con la periodicidad y condiciones establecidas en el prospecto informativo. Dichos pagos los puede realizar directamente o a través de CAVALI.

2.10.4 El underwriting

El underwriting es una operación financiera que facilita el acceso de las empresas al mercado de capitales, con el objetivo de lograr financiar su activo fijo o reestructurar sus deudas⁹⁵.

Se conoce con la denominación inglesa de underwriting la operación en virtud de la cual una entidad financiera prefinancia a una sociedad anónima la emisión de acciones o debentures, a la vez que se compromete a colocar, luego de emitidos, esos títulos en el mercado. También se recurre a

⁹⁵ El underwriting se origina a fines del siglo XVIII en el derecho anglosajón. Siendo su antecedente más antiguo el seguro marítimo en el que se asumía el riesgo del viaje. Un siglo después con el crecimiento de la empresa industrial surgió la conveniencia de recurrir al crédito del público, es así que existían empresas especializadas que se dedicaban a la promoción de títulos valores y a la colocación de los mismos entre el público inversionista..

esta operación financiera para la colocación de obligaciones negociables emitidas por una empresa y, en general, títulos para ser ofrecidos al público con el fin de obtener ingreso de fondos. El banco adelanta estos fondos que después intentará recuperar, para lo cual interesará a potenciales inversores en la adquisición de dichos títulos valores⁹⁶.

Según Arias-Schreiber⁹⁷ el contrato de emisión y colocación de títulos valores es un contrato financiero, por el cual una empresa emisora de títulos valores encarga a otra que generalmente es banco o entidad financiera, su colocación en el mercado, actuando como intermediaria y pudiendo otorgar garantías para el caso. Sostiene además que la característica del contrato de underwriting es que se contrae a valores de emisión primaria, es decir, aquellos que son recién emitidos por una empresa para ser suscritos o colocados por primera vez y no aquellos que hayan sido adquiridos anteriormente y cuya venta se efectúa a través de bolsa, intermediarios financieros o directamente.

Según Bravo Melgar⁹⁸, lo define como el contrato celebrado entre una entidad que se configura en intermediario financiero denominado “underwriting” y una Institución, entidad o sociedad emisora de valores mobiliarios, por el cual la primera se obliga a financiar a la segunda, en forma parcial o total, los recursos que obtendría como resultado de su colocación⁹⁹. Del mismo modo no sólo se obliga a prefinanciar la colocación sino que además se compromete a procurar la colocación de dichos valores en el mercado primario, garantizando su total o parcial suscripción por parte de los inversionistas dentro de un plazo determinado, con el compromiso de adquirir el saldo siempre y cuando estos quedaran sin suscribir al término del plazo.

Para Arias-Schreiber¹⁰⁰ la característica esencial del contrato de underwriting es que se contrae a valores de emisión primaria, es decir, aquellos que son recién emitidos por una empresa para ser suscritos o colocados por primera vez y no aquellos que hayan sido adquiridos anteriormente y cuya venta se efectúa a través de Bolsa, intermediarios financieros o directamente.

⁹⁶ FARINA Juan M.; Contratos Comerciales Modernos; Segunda Edición, Editorial Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 830 páginas, 1997, p. 519.

⁹⁷ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max; Contratos Modernos; Tomo II, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 1997, p. 142.

⁹⁸ BRAVO MELGAR Sidney; “Underwriting” en contratos modernos; Editora Fecat, Lima 1995, p. 231.

⁹⁹ El underwriting es pues una operación del mercado primario de valores mediante la cual, se suscribe o garantiza una nueva emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

¹⁰⁰ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter; La Técnica Contractual; Tomo III, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2001, p. 125.

Finalidad del underwriting

Para el underwriter: Obtener la mayor ganancia al comprar y vender, los valores emitidos por una empresa. (spread)

Para la empresa emisora: Permite a las empresas tener acceso al mercado de capitales con el fin de satisfacer sus necesidades de financiamiento, de una manera rápida y segura.

Rápida: porque el emisor no tendrá que esperar la colocación paulatina de los valores en el mercado, para ir recibiendo capital, sino que éste le será entregado apenas el underwriter suscriba toda o parte de la emisión.

Segura: porque el emisor transfiere el riesgo de la colocación de estos títulos al underwriter.

2.10.5 Modalidades de colocación del underwriting

Para algunos autores sólo es posible hablar de dos modalidades: colocación en firme y colocación no en firme, considerando incluso que la segunda modalidad, cuando no hay prefinanciación, es un simple contrato de corretaje o de comisión mercantil.

2.10.5.1. Colocación en firme

Según Arias-Schreiber¹⁰¹ el Contrato de Underwriting en firme es aquel por el cual una entidad financiera suscribe la totalidad o una parte de los títulos emitidos por la sociedad emisora, entregando en ese momento el monto de dicha suscripción a la sociedad emisora, quien no tendrá que preocuparse de la estrategia de colocación de dichos títulos.

En esta modalidad el agente colocador suscribe total o parcialmente los valores del emisor, proporcionando a éste el capital requerido, para luego colocarlos en el mercado.

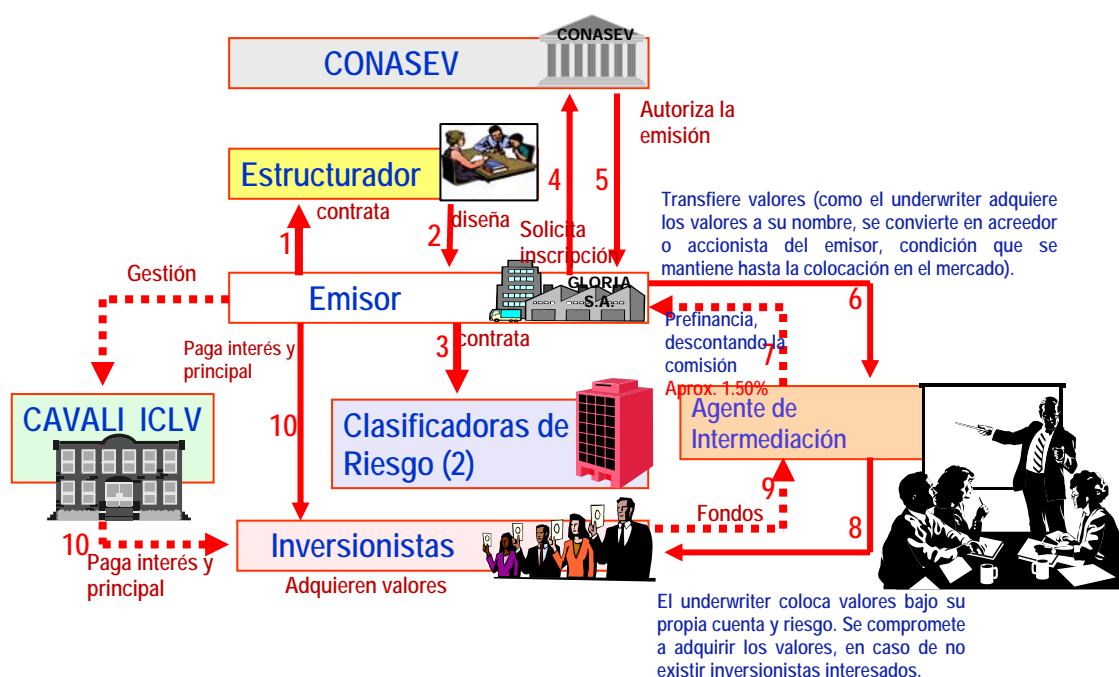
En el underwriting en firme, el underwriter asegura al emisor que va a recibir el dinero de la colocación, pues se compromete a adquirir los valores el mismo, en caso de no existir inversionistas interesados en estos valores. Por ello se señala que bajo esta modalidad el riesgo de la colocación se transfiere al underwriter.

Esta colocación se da cuando la entidad financiera que prefinancia la emisión de los títulos valores los adquiere para luego transferirlos a otros inversionistas. En esta modalidad el agente colocador adquiere la totalidad o

¹⁰¹ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter; La Técnica Contractual; Tomo III, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2001, p. 125.

parte de la emisión para luego enajenarlos a otros y asume el riesgo de la colocación. Siendo la utilidad de la colocadora la diferencia existente entre el precio de compra y el de venta. Además de que la obligación del underwriting de colocar títulos valores, surge de la finalidad de evitar que el banco retenga los títulos valores porque esto no es lo propio del underwriting. Éste busca más bien darle circulación a los títulos valores materia del contrato dentro del mercado de valores, tratando de realizar todas las operaciones de intermediación respecto de las ofertas y demanda dentro del mercado de valores. En este supuesto, la utilidad de la empresa colocadora puede residir en la comisión de colocación, así como la ganancia por la colocación a un precio diferencial positivo, en cuyo caso no sólo se beneficia con la comisión de colocación, sino con la diferencia de precio. En sentido contrario, podrá igualmente asumir el riesgo si el valor negociable baja de valor en el mercado, pues dicha diferencia no puede ser elevada a la entidad emisora. El riesgo es total para la empresa colocadora que ha asumido el riesgo de la colocación.

En esta modalidad el financiamiento consiste en la entrega de valor de la colocación anticipada a la empresa emisora, cantidad que no tiene la calidad de préstamo sino de colocación de valor¹⁰².



Farina sostiene que esta modalidad¹⁰³, cuando el underwriter ha adquirido acciones se convierte en accionista de la sociedad y esta

¹⁰² Normalmente en un contrato bajo esta modalidad se establece una cláusula donde el underwriter se compromete a adquirir los valores materia de la oferta para su posterior reventa entre los inversionistas. En esta modalidad, como quiera que el underwriter adquirió dichos títulos a su nombre, se convertirá en acreedor o accionista según corresponda.

¹⁰³ FARINA Juan M.; Contratos Comerciales Modernos; Segunda Edición, Editorial Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 830 páginas, 1997, p. 520.

condición la mantiene, naturalmente hasta la colocación en el mercado. Asimismo, cuando se trata de obligaciones negociables el underwriter se convierte en acreedor de la emisora¹⁰⁴; ello es así porque el contrato en firme no difiere del contrato de suscripción. La obligación de colocar los títulos en el mercado, tiene por finalidad evitar que el banco de inversión retenga los títulos, porque esto no es lo propio del negocio jurídico del underwriting.

Finalmente, se debe precisar que en la colocación en firme, la oferta que debe efectuar el underwriter puede ser abierta a todo tipo de sucriptor o bien puede pactarse que la misma esté limitada a un determinado segmento de inversionistas que reúnan las características deseadas por la empresa emisora. Este tipo de oferta restringida se presenta especialmente en el caso que la empresa emisora desea que sus futuros accionistas reúnan ciertas condiciones, como el no ser sus competidores.

2.10.5.2. Colocación no en firme

Ulises Montoya afirma que en esta modalidad se obliga a procurar la colocación en el mercado de los títulos, pero por cuenta y riesgo del emisor. En este caso, si no hay conjuntamente una prefinanciación, estamos ante un corretaje.

Juan Farina sostiene que en esta modalidad, el underwriter sólo prefinancia la emisión de los títulos, obligándose a procurar la colocación en el mercado con el mayor esfuerzo, pero por cuenta del emisor, quien asume los riesgos de la operación. De tal forma, la prefinanciación reviste el carácter en un mutuo comercial y la obligación de procurar la colocación adquiere la naturaleza de un mandato.

El underwriter a medida que coloca los títulos en el mercado, puede ir percibiendo parcialmente el reembolso del crédito otorgado a la emisora. La utilidad de éste surge de la diferencia entre los valores de emisión y los de colocación, en su caso, con la percepción de una comisión.

En el supuesto caso que sobren títulos en manos del underwriter que no se hayan podido colocar en el mercado dentro del plazo pactado, éstos serán devueltos a la emisora, con lo cual la financiación quedará como un préstamo a cancelar en las condiciones convenidas.

Según Arias-Schreiber¹⁰⁵ el Contrato de Underwriting de mejores esfuerzos es un contrato donde el underwriter se limita a realizar sus mejores esfuerzos por colocar la emisión, sin un compromiso de adquirir los valores en caso que la emisión no sea exitosa.

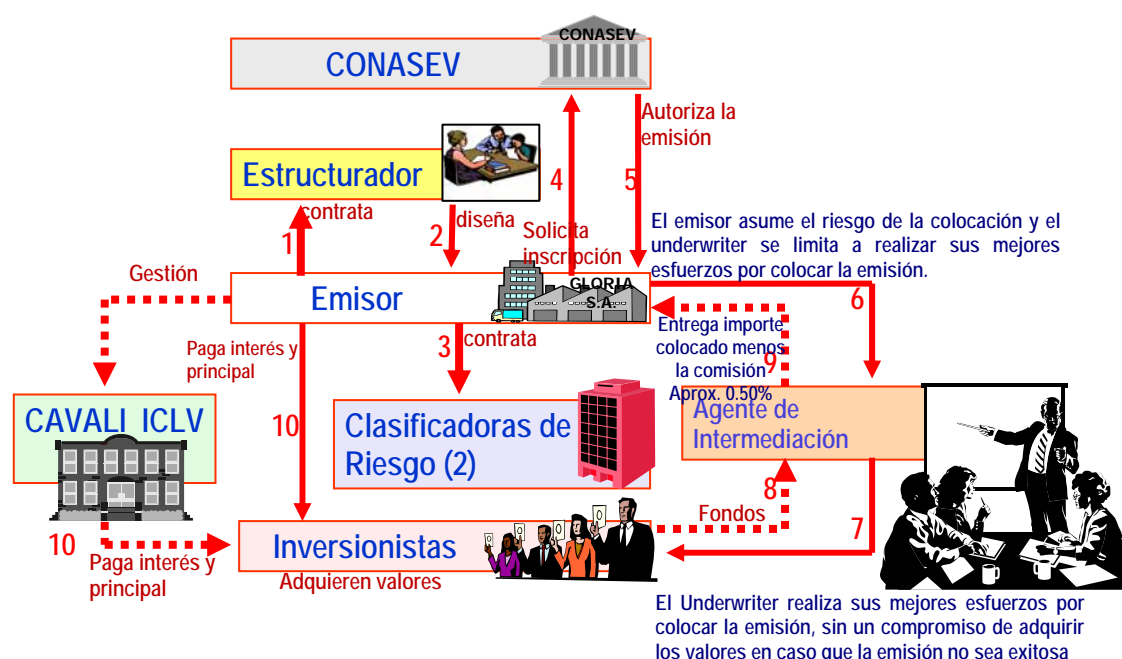
¹⁰⁴ Como quiera que el underwriter adquiere dichos títulos a su nombre, se convierte en accionista de la empresa emisora (cuando los valores adquiridos son acciones), condición que mantendrá hasta la colocación de estos en el mercado; o acreedor (si los valores que adquirió son bonos).

¹⁰⁵ ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIERREZ CAMACHO Walter; La Técnica Contractual; Tomo III, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2001, p. 125.

El underwriter se obliga a colocar los títulos con su mayor esfuerzo dentro de un plazo, sin asumir riesgo por la operación, razón por la cual es conveniente fijar un plazo de colocación y de resultados¹⁰⁶. Se puede pactar que esta colocación sea todo o nada, en este caso el emisor sólo venderá si el underwriter ha colocado toda la emisión. Es decir, el esfuerzo deberá hacerse para la colocación de toda la emisión y no permitir o acceder a la colocación parcial de los valores, hecho que puede perjudicar el precio en el mercado.

En esta modalidad, la oferta que debe efectuar el underwriter puede ser abierta a todo tipo de suscriptor o bien puede pactarse que la misma esté limitada a un determinado segmento de inversionistas que reúnan las características deseadas por la empresa emisora.

Una característica esencial de esta modalidad contractual es que el emisor no tiene el conocimiento especializado en la colocación de valores por lo que encarga a una entidad conocedora del mercado de capitales¹⁰⁷ la transferencia de los valores, las mismas que contando con un equipo de profesionales en la materia permite efectuar una colocación mucho más exitosa y sustancialmente menos onerosa que la efectuada por el propio emisor.



¹⁰⁶ En un contrato bajo esta modalidad (best efforts) se establece una cláusula donde el underwriter se limita a realizar sus mejores esfuerzos por colocar la emisión, sin un compromiso de adquirir los valores en caso que la emisión no sea exitosa.

¹⁰⁷ La entidad que generalmente se encarga de colocar los títulos en el mercado es un banco de inversión. La banca de inversión opera esencialmente como intermediaria entre las empresas que requieren recursos y el mercado de capitales, poniendo en contacto a los agentes superavitarios y deficitarios, estructurando un financiamiento directo.

Sin embargo, para otros autores, es posible hablar de hasta tres modalidades de colocación: en firme, stand by y best effort. En la colocación en Firme, tal como se expresó anteriormente, el agente de intermediación suscribe la totalidad de la emisión y después la vende entre los inversionistas. Asimismo, en el Best Effort, el agente de intermediación solo se compromete a realizar sus mejores esfuerzos para colocar la mayor cantidad de valores posible. Finalmente, la modalidad Stand By se refiere cuando la emisión no ha sido colocada en su totalidad, el agente de intermediación suscribe el remanente.

2.10.6 El underwriting en la legislación peruana

El underwriting no está regulado específicamente en nuestro medio, no obstante que el mismo se realiza con cierta frecuencia, al momento que una empresa emisora de valores realiza una Oferta Pública Primaria de Valores Mobiliarios.

Ley de Mercado de Valores, D. Leg. Nº 861.

Art. 6 de la LMV: “Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio”.

Artículo 194º de la LMV: “Las sociedades agentes están facultadas para efectuar las siguientes operaciones:

....

Inciso “e”: Suscribir transitoriamente parte o la totalidad de emisiones primarias de valores así como adquirir transitoriamente valores para su posterior colocación en el público;

Inciso “f”: Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación, pudiendo estabilizar temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte CONASEV;

Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, Ley Nº 26702.

Artículo 221: “Las empresas del sistema financiero (entre ellas los bancos) podrán realizar las siguientes operaciones y servicios:

.....

Numeral 37: Suscribir transitoriamente primeras emisiones de valores con garantías parcial o total de su colocación.

Artículo 293: “Los bancos de inversión son sociedades anónimas que tienen por objeto promover la inversión en general, tanto en el país como en el extranjero, actuando sea como inversionistas directos, sea como intermediarios entre inversionistas y los empresarios que confronten requerimientos de capital”.

Artículo 294: “Los bancos de inversión están facultados para efectuar las siguientes operaciones y servicios:

.....

Numeral 4: Originar, estructurar, distribuir y suscribir transitoriamente, en todo o en parte emisiones primarias de valores en el mercado doméstico o externo para su posterior colocación al público, con la facultad de otorgar al emisor una garantía total o parcial de la colocación.

Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (Resolución CONASEV N° 141-98-EF-94.10).

2.10.7 Contrato de Emisión de Bonos

Por el contrato de emisión, la sociedad emisora se obliga a crear y entregar bonos, en determinadas condiciones y el representante de los obligacionistas, en nombre de los futuros obligacionistas, acepta esas condiciones y se obliga a suscribir y desembolsar una prestación dineraria por los títulos emitidos¹⁰⁸.

El contrato de emisión de bonos deberá hacerse constar en escritura pública, debiendo cumplir obligatoriamente con los requisitos siguientes:

- a) El nombre, el capital, el objeto, el domicilio y la duración de la sociedad emisora.
- b) Las condiciones de la emisión y cuando se trate de un programa de emisión, las diversas series o etapas de colocación.
- c) El valor nominal de las obligaciones, sus intereses, vencimientos, descuentos o primas si fuera el caso y el modo y lugar de pago.
- d) El importe total de la emisión y según corresponda, el de cada una de sus series o etapas.

¹⁰⁸ Como el representante de los obligacionistas actúa en nombre de las personas que no le han otorgado poder, la eficacia del contrato está supeditada a una ratificación por parte de los eventuales suscriptores de los bonos, es decir, los obligacionistas.

- e) Las garantías de la emisión, de ser el caso.
- f) El régimen del sindicato de obligacionistas, así como las reglas fundamentales sobre sus relaciones con la sociedad.
- g) Cualquier otro pacto o convenio propio de la emisión.
- h) Las características de la emisión, relacionadas a:
 - Importe total, series y cupones.
 - Valor nominal, plazos, período de gracia, tasa de interés, primas si las hubiere y tasa de reajuste del valor nominal, si fuera el caso.
 - Sorteos, rescates y garantías, si las hubiere.
 - Descripción de los aspectos relevantes del programa de emisión a que pertenecen los valores, de ser el caso.
- i) Restricciones al actuar del emisor y responsabilidades que le corresponde asumir en salvaguarda de los intereses de los obligacionistas, tales como:
 - El suministro continuo de información relativa a su marcha económico-financiera y a cambios en su administración.
 - La conservación y la sustitución de los activos afectados en garantía exclusiva de los obligacionistas.
 - El derecho de los obligacionistas a disponer inspecciones y auditorías.
 - El procedimiento para la elección del representante de los obligacionistas.
 - Los deberes y responsabilidades que recaen sobre el representante de los obligacionistas.
- j) Las disposiciones sobre el arbitraje de los conflictos entre la sociedad, los obligacionistas y el representante de los obligacionistas.
- k) Toda la información que establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general.

Tipos de garantías de una emisión de bonos

Los tipos de garantías en una emisión de bonos, pueden ser:

- a) **Garantía común o general.-** Cuando no existe una garantía específica que respalda la emisión de los bonos, motivo por el cual el pago de éstos se encuentra afectado al patrimonio total de la empresa emisora. La LGS ha previsto que los titulares de obligaciones gocen de los privilegios siguientes:

- El representante de los obligacionistas podrá convocar a la junta general de accionistas de la sociedad emisora si ocurriese un atraso mayor de ocho días en el pago de intereses vencidos o en la amortización del capital.
 - La asamblea de obligacionistas podrá acordar con la sociedad emisora, la modificación de las garantías establecidas para la emisión.
 - El representante de los obligacionistas tiene derecho de asistir, con voz pero sin voto, a la junta general de accionistas.
 - Designar a una persona natural para que forme parte del directorio, cuando la participación de un representante de los obligacionistas en dicho órgano estuviese prevista en la escritura pública de emisión.
- b) **Garantía específica.**- los bonos pueden ser garantizados con las siguientes garantías específicas:
- Derechos reales de garantía (prenda o hipoteca).
 - Fianza solidaria, emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras o bancos extranjeros¹⁰⁹.

2.10.8 Análisis comparativo de las ventajas y desventajas de la emisión de bonos

El mercado de deuda permite a las empresas captar recursos a través de la emisión de bonos (los cuales son emitidos a un plazo mayor a un año). La emisión de estos valores obliga a los emisores a realizar pagos periódicos de intereses (cupones) y a devolver el importe total de la deuda al vencimiento de la misma.

En nuestro país, las empresas han preferido financiarse a través de la emisión de bonos. Son pocas las empresas que han realizado emisión de acciones (sólo existen ocho casos en los últimos diez años).

Las principales ventajas y desventajas del financiamiento empresarial mediante la emisión de bonos son las siguientes:

Ventajas de emitir bonos

- Diversificación de las fuentes de financiamiento.
- Mejoran la liquidez así como el capital de trabajo de la empresa emisora.
- Permite lograr un adecuado calce entre flujos de ingresos y egresos.

¹⁰⁹ También se pueden otorgar en garantía depósitos bancario, certificados bancario en moneda extranjera depositados en una institución financiera del país, cartas fianzas, pólizas de caución de empresas de seguros y otras que la CONASEV establezca a través de normas reglamentarias.

- Por lo general no se requieren garantías específicas (si se emite por debajo del patrimonio). Si se emite por encima se requiere garantía específica.
- Acceso al financiamiento directo a menor costo.
- Reestructuración de cartera de las empresas.
- No disminuyen el control de la organización. Los obligacionistas no participan de las utilidades ni comparten el control de la empresa.
- Generan escudo tributario. El pago de intereses es deducible para los efectos del impuesto a la renta, es decir, como los intereses pagados son deducibles de impuestos, al financiarse con deudas la empresa obtiene mayores utilidades.
- Facilitan la planeación estratégica. Versatilidad para diseñar variantes a partir del esquema básico del bono.

Desventajas de emitir bonos

- La deuda que se genera con la emisión de los bonos representa un desembolso fijo y por lo tanto, las desviaciones de las proyecciones financieras pueden provocar la postergación de los pagos o su aplazamiento indefinido, en cuyo caso la liquidación, la conversión de deuda en capital o la transferencia de la propiedad constituyen las opciones previas al pago.
- La deuda tiene fecha fija de vencimiento.
- Un elevado coeficiente de apalancamiento, visualizado mediante una alta participación porcentual de las deudas en la estructura financiera, aunque es favorable porque contribuye a incrementar las utilidades por acción común, puede ser contraproducente para los accionistas si las utilidades distribuidas crecen menos que el valor de mercado del título y en consecuencia, la tasa de rendimiento sobre el capital contable tiende a la baja.
- Como la relación contractual establecida entre la empresa y los inversionistas se dimensiona a largo plazo, el riesgo para éstos es mayor. Esto suele propiciar condiciones más exigentes.
- Hay límite en la captación de fondos a partir de deudas a largo plazo, conceptuándose que la barrera está determinada por la capacidad real de pago y por el hecho de evitar que la empresa termine orientando externamente los recursos provocados por la operación, dando lugar a la afirmación “la compañía trabaja para terceros”.
- Mayor supervisión de las entidades reguladoras.
- Mayor apertura y flujo continuo de información al mercado.
- Continua evaluación por parte de las clasificadoras de riesgo.

Capital contra Deuda

Las diferencias concretas que se derivan de comparar el capital propio representado por acciones con la deuda representada por bonos, está plasmada en el cuadro siguiente:

Características	Capital: acciones	Deuda: bonos
NATURALEZA	Fortalece la estructura patrimonial	Incrementa el pasivo no corriente
PLAZO	Indefinido	Definido (más de 1 año)
RIESGO	Capital de riesgo	Garantía específica cuando la emisión es por encima del patrimonio.
BENEFICIO	Dividendos aleatorios	Intereses fijos
INCUMPLIMIENTO	Las empresas no pueden quebrar por no pagar dividendos	La deuda sin pagarse es un pasivo para la empresa
CONTROL	Las acciones por lo general tienen derecho a voto (acciones comunes)	Los bonos no tienen derecho a voto
DERECHOS PATRIMONIALES	Detenta la propiedad de la empresa	No detenta la propiedad de la empresa
CONDICIÓN TRIBUTARIA	Los dividendos normalmente se gravan como ingreso personal; éstos no son un gasto del negocio	Los intereses normalmente se gravan como ingreso personal; los intereses son un gasto para el negocio

Las diferencias más importantes se aprecian en cuanto al control y a los derechos patrimoniales. Las acciones dan derecho a voto, en cambio la deuda no; esto quiere decir, que las acciones permiten direccionar o controlar la empresa. Además, a diferencia de los bonos, con las acciones se detenta el derecho de propiedad de la empresa.

Factores que determinan el éxito de una emisión:

- Tamaño de la empresa.
- Lucro obtenido por la empresa emisora.
- Perspectivas estables y crecientes de lucro.
- Clasificación de riesgo del activo financiero.
- Calidad de la administración.
- Oportunidad del mercado de determinar el momento óptimo de la emisión.
- Desarrollo del mercado de valores.
- Costo de emisión y colocación de los activos financieros.

CAPÍTULO**3**

OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

3.1. COLOCACIÓN ANUAL DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS EN EL MERCADO DE VALORES¹¹⁰

En el cuadro siguiente, se puede apreciar las ofertas públicas primarias realizadas en nuestro país durante los años 2004-2008.

En ese sentido, durante el período 2004-2008 los bonos corporativos representan el instrumento más utilizado por el sector empresarial como alternativa de financiamiento.

En ese mismo período, sólo se puede notar que el año 2007 se realizaron emisión de acciones, lo que demuestra que las empresas prefieren la deuda antes que compartir la dirección de la empresa.

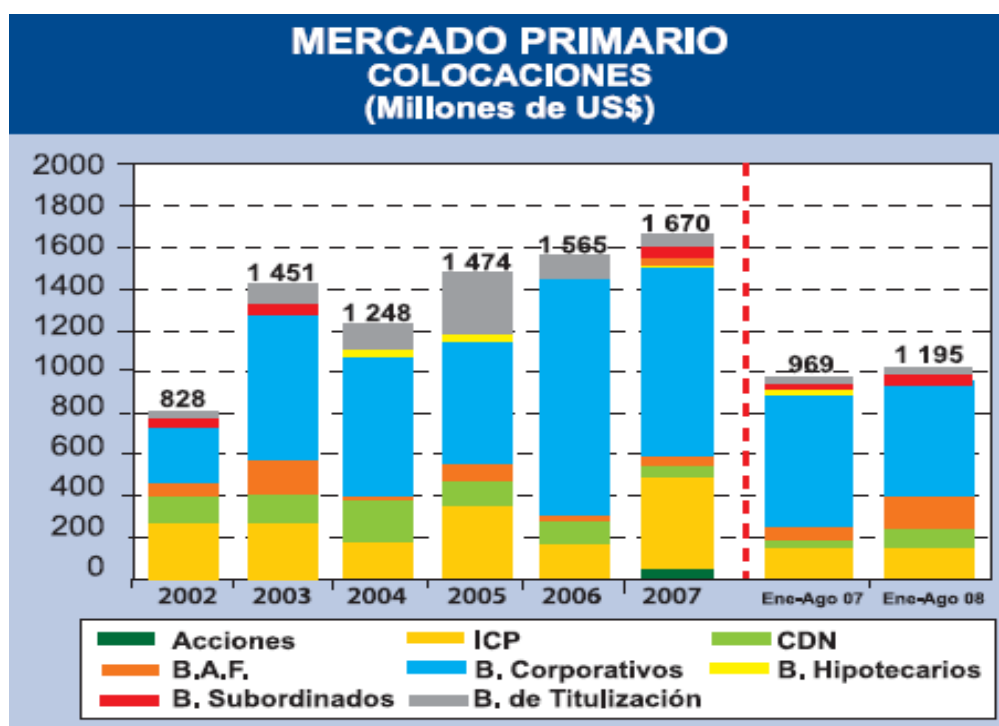
¹¹⁰ Véase Anexo N° 01. En él se podrá apreciar el detalle de las empresas que colocaron ofertas públicas primarias en el Perú durante el período 2003-2008.

**Cuadro Nº 1: Colocación Anual de Ofertas Públicas Primarias
2004- 2008**
(En miles de unidades monetarias)

TIPO DE INSTRUMENTO	2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
A. ACCIONES							13,462	64,621	-	-
B. BONOS										
- B. CORPORATIVOS	430,551	871,160	296,098	1,158,295	478,000	2,093,030	192,507	2,246,215	85,229	1,823,040
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	35,036	-	114,000	-	61,000	-	94,625	50,000	158,342	354,640
- B. ESTRUCTURADO	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- B. HIPOTECARIOS	25,000	-	15,000	-	-	-	15,000	-	-	-
- B. SUBORDINADOS	-	-	-	-	-	-	40,000	160,000	50,000	235,000
- B. DE TITULIZACIÓN	142,935	52,200	241,000	80,000	50,000	210,000	40,000	231,000		95,000
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	108,760	115,000	162,589	449,805	134,503	131,665	200,389	201,180	77,660	209,140
D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	3,000	604,870	-	439,009	13,000	273,017	5,000	365,000		245,000
COLOCACIONES DE OFERTA PÚBLICA	765,282	1,643,230	828,687	2,127,109	736,503	2,707,712	600,983	3,318,016	371,231	2,961,820

Fuente : CONASEV - Gerencia de Investigación y Desarrollo.

Con relación al mercado primario de valores, se puede apreciar que en los últimos años se ha observado un importante uso del mercado de valores por el sector privado, aunque sin llegar aún a los niveles alcanzados por los principales mercados de la región.



Fuente: Revista VALORES de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, Octubre de 2008

Tal como se aprecia en la gráfica, la colocación anual de las ofertas públicas primarias tuvo un crecimiento durante el período 2004-2007. En el año 2004 el monto total colocado fue de US\$ 1248 millones de dólares y el año 2007 US\$ 1670 millones.

Durante el 2002 las 61 emisiones de OPP inscritas acumularon un monto equivalente a US\$ 1 217.8 millones, 89.1% del total del 2001. En el mismo lapso el monto colocado alcanzó los US\$ 828 millones.

En el año 2003 las emisiones de oferta pública primaria inscritas en el RPMV, sumaron US\$ 1 736.0 millones, lo que representó un incremento de 42.8% respecto al año 2002; el monto colocado alcanzó en el mismo período los US\$ 1 451 millones, que representó un incremento de 75.3% con relación al año anterior.

Durante el año 2004 las emisiones de oferta pública primaria inscritas en el RPMV, sumaron US\$ 2 059.5 millones, lo que representó el 118.6% del total del 2003; el monto colocado alcanzó en el mismo período los US\$ 1 248 millones, 85.9% del total del año 2003.

A diciembre del año 2005 el monto colocado alcanzó los US\$ 1474 millones de dólares.

Durante el año 2006 el monto colocado alcanzó los US\$ 1 565 millones y durante el año 2007 el monto colocado alcanzó los US\$ 1 670 millones de dólares.

3.2. COLOCACIÓN ANUAL DE OFERTAS PÚBLICAS PRIMARIAS DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

En el cuadro siguiente, se puede apreciar las ofertas públicas primarias de bonos corporativos durante los años 2003-2008.

Se observa que son 48 las empresas que han colocado bonos corporativos en el mercado primario de valores durante el período 2003-2008.

En este período se puede notar que el menor monto colocado en el mercado primario de valores en soles fue de S/. 17 millones por la empresa Financiera Cordillera S.A.. asimismo, el menor monto colocado en dólares fue de US\$ 3 millones por Gloria S.A. en el año 2003 y por la Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A. durante los años 2005 y 2006.

**Cuadro Nº 2: Colocación Anual de Bonos Corporativos por emisor y
tipo de monedas 2003- 2008**
(En miles de unidades monetarias)

EMISOR	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
- B. CORPORATIVOS	395,847	1,169,935	430,551	871,160	296,098	1,158,295	478,000	2,093,030	192,507	2,246,215	85,229	1,823,040
Alicorp S.A.A.	5,000	-	5,000	-	-	-	-	-	-	63,700	-	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	20,000	-	120,000	-	151,000	-	150,000	-	410,000
Banco Financiero del Perú	-	-	-	100,800	-	-	-	-	-	-	5,650	-
Banco Ripley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100,050
BBVA Banco Continental	-	-	48,840	-	-	70,000	-	130,000	48,502	40,000	-	60,000
Cementos Lima S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	160,000	-	60,000
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Citibank del Perú S.A.	-	-	-	-	-	-	10,000	100,000	-	-	-	-
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	4,000	-	3,000	-	3,000	-	-	-	-	-
Compañía Minera Atacocha S.A.	-	-	10,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Consorcio Transmantaro S.A.	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporación Andina de Fomento -CAF	-	-	-	-	-	-	-	248,400	-	-	-	-
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	-	-	-	-	-	50,000	-	193,600	-	60,000	-	36,870
Corporación Financiera Internacional - IFC	-	-	-	50,000	-	100,000	-	-	-	-	-	-
Corporación José R. Lindley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	138,410
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000	-	-	-	75,000	113,890	-	-	-	-	-	-
Edegel S.A.A.	-	250,000	20,000	50,000	20,000	153,070	-	80,000	8,000	195,000	19,720	28,300
Edelnor S.A.A.	-	40,000	-	150,000	-	60,000	-	168,450	-	150,000	-	198,465
Edyficar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,000	-	30,000
Electroandes S.A.	70,000	104,460	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	-	-	-	-	32,000	-	-	-	-	-	-	-
Enersur	-	-	-	-	-	-	-	-	-	120,700	10,000	84,105
Ferreyros S.A.A.	15,000	-	15,000	-	25,000	-	10,000	-	40,000	-	33,000	-
Financiera Cordillera S.A.	-	-	-	-	5,000	17,105	5,000	48,390	-	-	-	-
Gloria S.A.	3,000	52,125	-	35,000	-	122,000	-	40,000	-	240,000	-	-
Graña Y Montero S.A.A.	-	-	7,711	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luz del Sur S.A.A.	-	173,970	-	138,760	-	85,020	-	167,060	-	154,050	-	70,800
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	-	30,000	-	-	-	-	-	-	10,000	60,000	-	30,000
Minera Barrick Misquichilca S.A.	-	-	-	-	50,000	-	50,000	-	-	-	-	-
Minera Yanacocha S.R.L.	-	-	-	-	-	-	100,000	-	-	-	-	-
Palmas del Espino	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88,500	16,859	-
Pluspetrol Camisea S.A.	-	-	-	-	-	-	150,000	-	-	-	-	-
Pluspetrol Norte S.A.	-	-	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Quimpac S.A.	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ransa Comercial S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,000	-	-	-
Red de Energía del Perú S.A.	30,000	69,540	50,000	-	-	-	-	-	60,000	-	-	-
Saga Falabella S.A.	-	-	-	-	-	-	-	90,000	-	25,000	-	-
Scotiabank Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,660	-	250,000
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	-	-	-	-	-	-	90,000	-	-	-	-	-
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	55,000	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-	-
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	19,005	21,540	-	-
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847	273,190	-	60,000	-	238,250	-	404,130	-	596,065	-	276,040
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	-	-	-	60,000	272,000	-	-	-	-
Transportadora de Gas del Perú S.A.	-	-	200,000	236,600	71,098	28,960	-	-	-	-	-	-
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000	87,050	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Universidad San Martín De Porres	-	-	-	-	15,000	-	-	-	-	-	-	-
Yura S.A.	-	34,600	-	-	-	-	-	-	-	40,000	-	50,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

3.2.1 RANKING DE LAS EMPRESAS QUE COLOCARON BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ DURANTE EL PERÍODO 2003-2008

En el siguiente cuadro se puede apreciar el ranking obtenido por cada una de las empresas que emitieron bonos corporativos en nuestro mercado, según la publicación The Top 10,000 companies 2008. Esta clasificación se basa en los ingresos totales según el ejercicio 2007.

Al respecto, se debe precisar que la empresa Southern Perú Copper Corp. Suc Perú, realizó una emisión de bonos corporativos en el año 2003 y es considerada la mejor empresa en nuestro país en el año 2007.

Cuadro N° 3: Ranking 2007 de las empresas emisoras de bonos corporativos en el Perú

SEGÚN PUBLICACIÓN PERU: THE TOP 10,000 COMPANIES 2008

Ranking 2007	COMPAÑÍAS EMISORAS DE BONOS CORPORATIVOS	Ingresos Totales 2007 (en miles de soles)
1	Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	9,990,328
5	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	5,615,175
7	Telefónica del Perú S.A.A.	3,953,672
9	Banco de Crédito del Perú	3,765,460
12	Minera Yanacocha S.R.L.	3,593,800
13	Minera Barrick Misquichilca S.A.	3,443,055
16	Telefónica Móviles S.A.	2,580,610
18	Alicorp S.A.A.	2,505,425
20	BBVA Banco Continental	2,391,455
21	Pluspetrol Norte S.A.	2,358,171
23	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	2,100,910
25	Gloria S.A.	1,959,724
27	Scotiabank Perú	1,835,642
30	Ferreyros S.A.A.	1,655,265
35	Luz del Sur S.A.A.	1,368,437
36	Saga Falabella S.A.	1,324,892
37	Edelnor S.A.A.	1,323,384
40	Supermercados Peruanos S.A.	1,313,389
52	Edegel S.A.A.	1,058,106
58	Corporación José R. Lindley	1,023,229
68	Cementos Lima S.A.	864,140
69	Enersur	858,826
76	Pluspetrol Camisea S.A.	734,570
89	Transportadora de Gas del Perú S.A.	580,595
95	Compañía Minera Atacocha S.A.	550,544

101	Citibank del Perú S.A.	489,590
111	Duke Energy Egenor S. en C.por A.	450,705
121	Cementos Pacasmayo S.A.A.	444,410
131	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	417,548
143	Banco Ripley	378,040
145	Yura S.A.	373,200
151	Quimpac S.A.	355,349
186	Banco Financiero del Perú	302,294
198	Universidad San Martín de Porres	282,262
200	Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	281,345
226	Ransa Comercial S.A.	247,533
264	Red de Energía del Perú S.A.	221,324
276	Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	209,588
346	Electroandes S.A.	169,010
510	Edyficar	113,929
617	Consorcio Transmantaro S.A.	87,906
625	Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	85,387
909	Palmas del Espino	83,549
1661	Graña y Montero S.A.A	81,249
5496	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	79,548

Fuente : PUBLICACIÓN PERU: THE TOP 10,000 COMPANIES 2008

3.2.2 CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS QUE EMITIERON BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

3.2.2.1 CLASIFICACIÓN SEGÚN SUS INGRESOS

En el siguiente cuadro se puede apreciar la clasificación de las empresas, según sus ingresos, que recurrieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento a través de bonos corporativos.

Se observa que de las 48 empresas que emitieron bonos corporativos durante el período 2003-2008, sólo cinco son consideradas medianas empresas y el resto son grandes empresas.

Asimismo, existen 22 empresas que se encuentran retiradas del mercado, es decir, ya no realizaron ofertas públicas primarias de instrumentos financieros durante el período 2003-2008.

Cuadro Nº 4: Clasificación de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú según sus ingresos

COMPAÑÍAS EMISORAS DE BONOS CORPORATIVOS	TIPO DE EMPRESA
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	GRAN EMPRESA
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	
Telefónica del Perú S.A.A.	
Banco de Crédito del Perú	
Minera Yanacocha S.R.L.	
Minera Barrick Misquichilca S.A.	
Telefónica Móviles S.A.	
Alicorp S.A.A.	
BBVA Banco Continental	
Pluspetrol Norte S.A.	
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	
Gloria S.A.	
Scotiabank Perú	
Ferreyros S.A.A.	
Luz del Sur S.A.A.	
Saga Falabella S.A.	
Edelnor S.A.A.	
Supermercados Peruanos S.A.	
Edegel S.A.A.	
Corporación José R. Lindley	
Cementos Lima S.A.	
Enersur	
Pluspetrol Camisea S.A.	
Transportadora de Gas del Perú S.A.	
Compañía Minera Atacocha S.A.	
Citibank del Perú S.A.	
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	
Cementos Pacasmayo S.A.A.	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	
Banco Ripley	
Yura S.A.	
Quimpac S.A.	
Banco Financiero del Perú	
Universidad San Martín De Porres	
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	
Ransa Comercial S.A.	
Red de Energía del Perú S.A.	
Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE	
Electroandes S.A.	

Edyficar	MEDIANA EMPRESA
Consorcio Transmantaro S.A.	GRAN EMPRESA
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	
Palmas del Espino	MEDIANA EMPRESA
Graña y Montero S.A.A	
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	
Corporación Andina de Fomento -CAF	
Cia Industrial Perú Pacífico	EMPRESAS RETIRADAS
Cia. Arequipa de Importaciones S.A.	
Bakelita y Anexos S.A	
Carbolan S.A.	
Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A.	
Consorcio Textil del Pacífico	
Corporación Andina de Fomento -CAF	
Corporación Financiera Internacional - IFC	
Corporación Sagitario	
Donofrio	
Egenor	
Embotelladora Lima	
Fabricantes Electrónicos del Perú	
Grupo Sindicato Pesquero del Perú S.A.	
Hogar	
Industrias Pacocha	
Medifarma S.A.	
Nuevo Mundo Soc. Administradora de fondos de Inversión	
Panamericana Televisión	
Procacao	
Sider Perú	
Volvo S.A.	

Fuente:

Registro Público del Mercado de Valores, Gerencia de Mercados y Emisores - CONASEV

3.2.2.2 CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS POR SECTORES

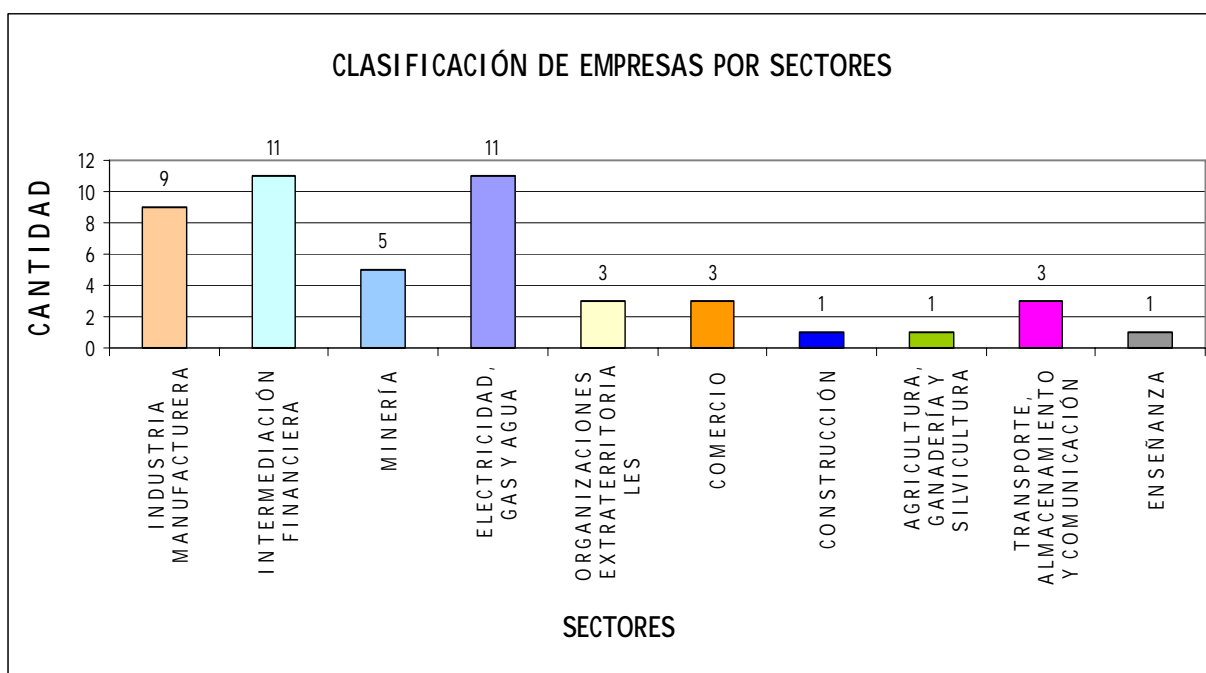
En el siguiente cuadro se puede apreciar la clasificación de las empresas, por sectores, que recurrieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento a través de bonos corporativos.

Se observa que de las 48 empresas que emitieron bonos corporativos durante el período 2003-2008, 09 empresas corresponden al sector de la industria manufacturera, 11 empresas a la intermediación financiera, 05 a la minería, 10 al sector de electricidad, gas y agua, 01 a la enseñanza y 01 a la construcción.

Cuadro Nº 5: Clasificación de las empresas que emitieron bonos corporativos en el Perú por sectores

SECTOR	EMISOR
INDUSTRIA MANUFACTURERA	Alicorp S.A.A.
	Cementos Lima S.A.
	Cementos Pacasmayo S.A.A.
	Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.
	Corporación José R. Lindley
	Gloria S.A.
	Quimpac S.A.
	Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.
	Yura S.A.
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA	Banco de Crédito del Perú
	Banco Financiero del Perú
	Banco Ripley
	BBVA Banco Continental
	Citibank del Perú S.A.
	Corporación Financiera de Desarrollo -COFIDE
	Edyficar
	Financiera Cordillera S.A.
	Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.
	Scotiabank Perú
	Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.
MINERÍA	Compañía Minera Atacocha S.A.
	Minera Barrick Misquichilca S.A.
	Minera Yanacocha S.R.L.
	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.
	Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	Consorcio Transmantaro S.A.
	Duke Energy Egenor S. en C.por A.
	Edegel S.A.A.
	Edelnor S.A.A.
	Electroandes S.A.
	Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.
	Enersur
	Luz del Sur S.A.A.
	Pluspetrol Camisea S.A.
	Pluspetrol Norte S.A.
ORGANIZACIONES EXTRATERRITORIALES	Corporación Andina de Fomento -CAF
	Corporación Financiera Internacional - IFC
	Telefónica del Perú S.A.A.
COMERCIO	Ferreyros S.A.A.
	Saga Falabella S.A.
	Supermercados Peruanos S.A.
CONSTRUCCIÓN	Graña Y Montero S.A.A
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIÓN	Ransa Comercial S.A.
	Telefónica Móviles S.A.
	Transportadora de Gas del Perú S.A.
ENSEÑANZA	Universidad San Martín De Porres

Fuente : PUBLICACIÓN PERU: THE TOP 10,000 COMPANIES 2008



3.2.3 EMPRESAS QUE COLOCARON ANUALMENTE MAYORES Y MENORES MONTOS A TRAVÉS DE BONOS CORPORATIVOS 2003-2008

En el siguiente cuadro se observa que durante el año 2003, la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Cementos Pacasmayo S.A.A. con 80 millones de dólares. Durante el año 2004, la empresa Transportadora de Gas del Perú S.A. colocó 200 millones de dólares.

En el año 2005 la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Duke Energy Egenor y en el año 2006 Pluspetrol Camisea S.A. con 150 millones.

En el año 2007 Red de Energía del Perú S.A. colocó en el mercado 60 millones de dólares y en el año 2008 Ferreyros S.A.A. colocó 33 millones de dólares.

Se debe precisar que de todas las emisiones en dólares durante el período 2003-2008, la empresa que colocó el mayor monto en dólares fue Transportadora de Gas del Perú S.A. con 200 millones en el año 2004.

Cuadro N° 6: Empresas que colocaron mayores montos en dolares
(En Miles de Unidades Monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000					
Electroandes S.A.	70,000					
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847					
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000					
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000					
Transportadora de Gas del Perú S.A.		200,000				
Pluspetrol Norte S.A.		50,000				
Red de Energía del Perú S.A.		50,000				
BBVA Banco Continental		48,840				
Edegel S.A.A.		20,000				
Duke Energy Egenor S. en C.por A.			75,000			
Transportadora de Gas del Perú S.A.			71,098			
Minera Barrick Misquichilca S.A.			50,000			
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.			32,000			
Ferreyros S.A.A.			25,000			
Pluspetrol Camisea S.A.	-	-	-	150,000	-	-
Minera Yanacocha S.R.L.				100,000		
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.				90,000		
Telefónica Móviles S.A.				60,000		
Minera Barrick Misquichilca S.A.				50,000		
Red de Energía del Perú S.A.					60,000	
BBVA Banco Continental					48,502	
Ferreyros S.A.A.					40,000	
Supermercados Peruanos S.A.					19,005	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.					10,000	
Ferreyros S.A.A.						33,000
Edegel S.A.A.						19,720
Palmas del Espino						16,859
Enersur						10,000
Banco Financiero del Perú						5,650

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

En el cuadro siguiente se aprecia que en el año 2003 Gloria S.A. fue la empresa que colocó el menor monto en dólares (3 millones). Durante el año 2004 Compañía Industrial Textil Credisa emitió bonos corporativos por el monto de 4 millones, el año 2005 por 3 millones y el año 2006 por 3 millones.

Asimismo, durante el año 2007 Ransa Comercial S.A., fue la empresa que colocó el menor monto en dólares, esto es, 7 millones y durante el año 2008 Banco Financiero del Perú colocó 5 millones 650 dólares.

Cuadro N° 7: Empresas que colocaron menores montos en dolares
(En Miles de Unidades Monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Gloria S.A.	3,000					
Alicorp S.A.A.	5,000					
Ferreyros S.A.A.	15,000					
Consorcio Transmantaro S.A.	20,000					
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000					
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.		4,000				
Alicorp S.A.A.		5,000				
Graña Y Montero S.A.A		7,711				
Compañía Minera Atacocha S.A.		10,000				
Ferreyros S.A.A.		15,000				
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.			3,000			
Financiera Cordillera S.A.			5,000			
Universidad San Martín de Porres			15,000			
Edegel S.A.A.			20,000			
Ferreyros S.A.A.			25,000			
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.				3,000		
Financiera Cordillera S.A.				5,000		
Citibank del Perú S.A.				10,000		
Ferreyros S.A.A.				10,000		
Minera Barrick Misquichilca S.A.				50,000		
Ransa Comercial S.A.					7,000	
Edegel S.A.A.					8,000	
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.					10,000	
Supermercados Peruanos S.A.					19,005	
Ferreyros S.A.A.					40,000	
Banco Financiero del Perú						5,650
Enersur						10,000
Palmas del Espino						16,859
Edegel S.A.A.						19,720
Ferreyros S.A.A.						33,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

En el cuadro siguiente se aprecia que en el año 2003 Telefónica del Perú S.A.A. fue la empresa que colocó el mayor monto en soles (273 millones). Durante el año 2004 Transportadora de Gas del Perú S.A. emitió bonos corporativos por el monto de 236 millones, el año 2005 Telefónica del Perú S.A.A. emitió bonos por el monto 238 millones, el año 2006 por 404 millones y en el año 2007 por 596 millones de soles, registrando el mayor monto del período 2003-2008.

Asimismo, durante el año 2008 Banco de Crédito del Perú colocó 410 millones de soles.

Cuadro N° 8: Empresas que colocaron mayores montos en soles
(En Miles de Unidades Monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Telefónica del Perú S.A.A.	273,190					
Edegel S.A.A.	250,000					
Luz del Sur S.A.A.	173,970					
Electroandes S.A.	104,460					
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	87,050					
Transportadora de Gas del Perú S.A.		236,600				
Edelnor S.A.A.		150,000				
Luz del Sur S.A.A.		138,760				
Banco Financiero del Perú		100,800				
Telefónica del Perú S.A.A.		60,000				
Telefónica del Perú S.A.A.			238,250			
Edegel S.A.A.			153,070			
Gloria S.A.			122,000			
Banco de Crédito del Perú			120,000			
Duke Energy Egenor S. en C.por A.			113,890			
Telefónica del Perú S.A.A.	-	-	-	404,130	-	-
Telefónica Móviles S.A.				272,000		
Corporación Andina de Fomento -CAF				248,400		
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE				193,600		
Edelnor S.A.A.				168,450		
Telefónica del Perú S.A.A.					596,065	
Gloria S.A.					240,000	
Edegel S.A.A.					195,000	
Cementos Lima S.A.					160,000	
Luz del Sur S.A.A.					154,050	
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	-	-	410,000
Telefónica del Perú S.A.A.						276,040
Scotiabank Perú						250,000
Edelnor S.A.A.						198,465
Corporación José R. Lindley						138,410

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

En el cuadro siguiente se observa que en el año 2003 Mibanco fue la empresa que colocó el menor monto en soles (30 millones). Durante el año 2004 Banco de Crédito del Perú emitió bonos corporativos por el monto de 20 millones, el año 2005 Financiera Cordillera S.A. colocó 17 millones y el año 2006 Gloria S.A. emitió bonos por el monto de 40 millones.

Asimismo, durante el año 2007 Supermercados Peruanos S.A., fue la empresa que colocó el menor monto en soles, esto es, 21 millones y durante el año 2008 Edegel S.A.A.colocó 28 millones de soles.

Cuadro N° 9: Empresas que colocaron menores montos en soles
(En Miles de Unidades Monetarias)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	30,000					
Yura S.A.	34,600					
Edelnor S.A.A.	40,000					
Gloria S.A.	52,125					
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	55,000					
Banco de Crédito del Perú		20,000				
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.		30,000				
Gloria S.A.		35,000				
Corporación Financiera Internacional - IFC		50,000				
Edegel S.A.A.		50,000				
Financiera Cordillera S.A.			17,105			
Transportadora de Gas del Perú S.A.			28,960			
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE			50,000			
Edelnor S.A.A.			60,000			
BBVA Banco Continental			70,000			
Gloria S.A.				40,000		
Financiera Cordillera S.A.				48,390		
Edegel S.A.A.				80,000		
Saga Falabella S.A.				90,000		
Citibank del Perú S.A.				100,000		
Supermercados Peruanos S.A.					21,540	
Edyficar					25,000	
Saga Falabella S.A.					25,000	
Yura S.A.					40,000	
BBVA Banco Continental					40,000	
Edegel S.A.A.						28,300
Edyficar						30,000
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.						30,000
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE						36,870
Yura S.A.						50,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

3.2.4 MONTOS MÁXIMOS Y MÍNIMOS COLOCADOS POR EMPRESA MEDIANTE BONOS CORPORATIVOS DURANTE EL PERÍODO 2003-2008

A continuación se presenta los montos máximos y mínimos colocados en soles por empresa mediante bonos corporativos durante el período 2003-2008.

**Cuadro Nº 10: Montos máximos y mínimos colocados en soles por empresa
mediante bonos corporativos 2003-2008**
(En Miles de Soles)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008	MAXIMO	MINIMO
Alicorp S.A.A.					63,700		63,700	63,700
Banco de Crédito del Perú		20,000	120,000	151,000	150,000	410,000	410,000	20,000
Banco Ripley						100,050	100,050	100,050
Cementos Lima S.A.					160,000	60,000	160,000	60,000
Citibank del Perú S.A.				100,000			100,000	100,000
Corporación José R. Lindley						138,410	138,410	138,410
Duke Energy Egenor S. en C.por A.			113,890				113,890	113,890
Edegel S.A.A.	250,000	50,000	153,070	80,000	195,000	28,300	250,000	28,300
Edelnor S.A.A.	40,000	150,000	60,000	168,450	150,000	198,465	198,465	40,000
Edyficar					25,000	30,000	30,000	25,000
Electroandes S.A.	104,460						104,460	104,460
Enersur					120,700	84,105	120,700	84,105
Financiera Cordillera S.A.			17,105	48,390			48,390	17,105
Gloria S.A.	52,125	35,000	122,000	40,000	240,000		240,000	35,000
Luz del Sur S.A.A.	173,970	138,760	85,020	167,060	154,050	70,800	173,970	70,800
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	30,000				60,000	30,000	60,000	30,000
Palmas del Espino					88,500		88,500	88,500
Red de Energía del Perú S.A.	69,540						69,540	69,540
Saga Falabella S.A.				90,000	25,000		90,000	25,000
Scotiabank Perú					56,660	250,000	250,000	56,660
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	55,000	30,000					55,000	30,000
Telefónica Móviles S.A.				272,000			272,000	272,000
Transportadora de Gas del Perú S.A.		236,600	28,960				236,600	28,960
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	87,050						87,050	87,050
Yura S.A.	34,600				40,000	50,000	50,000	34,600
TOTAL MONTO COLOCADO	896,745	660,360	700,045	1,116,900	1,528,610	1,450,130	3,510,725	1,723,130

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

A continuación se presenta los montos máximos y mínimos colocados en dólares por empresa mediante bonos corporativos durante el período 2003-2008.

**Cuadro Nº 11: Montos máximos y mínimos colocados en dólares por empresa
mediante bonos corporativos 2003-2008**

(En Miles de Dólares)

EMISOR	2003	2004	2005	2006	2007	2008	MAXIMO	MINIMO
Alicorp S.A.A.	5,000	5,000					5,000	5,000
Banco Financiero del Perú						5,650	5,650	5,650
BBVA Banco Continental		48,840			48,502		48,840	48,502
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000						80,000	80,000
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.		4,000	3,000	3,000			4,000	3,000
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000		75,000				75,000	40,000
Edegel S.A.A.		20,000	20,000		8,000	19,720	20,000	8,000
Electroandes S.A.	70,000						70,000	70,000
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.			32,000				32,000	32,000
Enersur						10,000	10,000	10,000
Ferreyros S.A.A.	15,000	15,000	25,000	10,000	40,000	33,000	40,000	10,000
Gloria S.A.	3,000						3,000	3,000
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.					10,000		10,000	10,000
Minera Barrick Misquichilca S.A.			50,000	50,000			50,000	50,000
Minera Yanacocha S.R.L.				100,000			100,000	100,000
Palmas del Espino						16,859	16,859	16,859
Quimpac S.A.		20,000					20,000	20,000
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000						50,000	50,000
Supermercados Peruanos S.A.					19,005		19,005	19,005
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847						57,847	57,847
Transportadora de Gas del Perú S.A.		200,000	71,098				200,000	71,098
Universidad San Martín De Porres			15,000				15,000	15,000
TOTAL MONTO COLOCADO	320,847	312,840	291,098	163,000	125,507	85,229	932,201	724,961

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

3.3 COLOCACIÓN DE BONOS CORPORATIVOS POR MEDIANAS EMPRESAS PERÍODO 2003-2008

En el siguiente cuadro, se detalla las emisiones de bonos corporativos realizadas únicamente por medianas empresas.

Es así que durante el año 2003 sólo hubo una emisión de 55 millones de soles de Solución Financiera de Crédito del Perú S.A. Durante el año 2004 se realizaron dos emisiones, una en dólares y la otra, en soles de Graña y Montero y Solución Financiera de Crédito del Perú S.A, respectivamente.

Durante el año 2005 y 2006 no se realizaron ofertas públicas primarias de bonos corporativos por parte de las medianas empresas.

En el 2007 se realizaron dos emisiones por 25 millones (Edyficar) y 88 millones de soles (Palmas del Espino). El año 2008 también se realizaron dos emisiones, una en dólares por 16 millones (Palmas del Espino) y otra, en soles por 30 millones (Edyficar).

Cuadro Nº 12: Colocación anual de bonos corporativos por medianas empresas 2003-2008

(En Miles de Unidades Monetarias)

EMISOR	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
Edyficar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,000	-	30,000
Graña y Montero S.A.A	-	-	7,711	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Palmas del Espino	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88,500	16,859	-
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	55,000	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL MONTO COLOCADO	-	55,000	7,711	30,000	-	-	-	-	-	113,500	16,859	30,000

Fuente: CONASEV – Memoria Anual 2008

Son siete las oportunidades que las medianas empresas realizaron emisiones de bonos corporativos en el Perú, según detalle siguiente:

Cuadro N° 13: Número de veces que emitieron bonos corporativos las medianas empresas 2003-2008

EMISOR	Número de veces que emitieron bonos corporativos
Edyficar	2
Graña y Montero S.A.A	1
Palmas del Espino	2
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	2
TOTAL	7

De las cuatro empresas que realizaron emisiones de bonos corporativos en el Perú, dos pertenecen al sector de intermediación financiera, 01 a la construcción y 01 al sector industrial.

El número reducido de empresas que accedieron al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento, se explica en el siguiente capítulo, mediante el análisis legal y actuarial.

CAPÍTULO

4

ANÁLISIS ACTUARIAL DE LA EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS CON Y SIN FLEXIBILIZACIÓN NORMATIVA

4.1 COSTOS POR FINANCIAMIENTO DE LAS MEDIANAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE BONOS

El costo financiero para una empresa que requiere recursos financieros es el costo que comporta cualquier fórmula de financiamiento con recursos ajenos.

La mayoría de costos de emisión que enfrentan las empresas emisoras se encuentran dentro de la categoría de costos fijos¹¹¹. Se consideran así aquellos costos que son independientes de los montos de emisión.

La empresa emisora de bonos corporativos debe tener en cuenta los siguientes costos¹¹² :

¹¹¹ REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES, El Mercado de Valores como Fuente Alternativa de Financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa en el Perú; julio 2002, página 14.

a. Primera Fase : ESTRUCTURACIÓN Y CLASIFICACIÓN

- Estructuración¹¹³
- Clasificación de riesgo¹¹⁴

b. Segunda Fase : INSCRIPCIÓN DEL VALOR

- Derechos Notariales
- Tasa CONASEV
- Inscripción CAVALI
- Inscripción BVL
- Gastos Legales
- Elaboración de Prospecto
- Publicidad (Diarios)
- Roadshow¹¹⁵

c. Tercera Fase : COLOCACIÓN

- Contrato de colocación:
 - Underwriting en firme¹¹⁶
 - Underwriting de Mejores Esfuerzos - Best Effort¹¹⁷

d. Cuarta Fase : POSTERIOR A LA INSCRIPCIÓN DEL VALOR

- Comisión al Representante de los Obligacionistas¹¹⁸

¹¹² MONTOYA ALBERTI Hernando (coordinador de Tomo II); *Tratado de Derecho Mercantil Tomo II*; Gaceta Jurídica, Lima 2004, páginas 839-840 y REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES, Op. cit., página 14.

¹¹³ Consiste en el estudio y diseño propiamente dicho de la emisión. Es pues, estudiar el mercado y proponer al cliente (empresa emisora) las características que debe tener la emisión. Este costo precisamente es uno de los que hace inviable económicamente las ofertas públicas primarias de bonos corporativos, ya que independiente del monto a emitir es un costo fijo que debe asumir el emisor.

¹¹⁴ El artículo 280 de la LMV exige que las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Este costo es otro de los que hace inviable económicamente las ofertas públicas de bonos corporativos, ya que si bien es cierto al exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo se trata de proteger la inversionista, pero esta exigencia se puede flexibilizar cuando el monto de emisión de bonos corporativos no supere los 5 millones de dólares.

¹¹⁵ Proceso por el cual, se efectúan las presentaciones de la empresa emisora a los diversos clientes inversionistas elegibles y seleccionados por el banco de inversión. Esta es básicamente una labor de mercadeo del activo financiero ofertado por la empresa emisora. Para tal fin, el banco de inversión (underwriter) prepara un programa de visitas a los distintos inversionistas y cuya ejecución permite realizar exposiciones sobre la empresa emisora (su entorno) y fundamentalmente sobre la naturaleza de los valores, entregándose en estas sesiones un prospecto informativo acerca de la colocación del activo financiero. En este documento se muestra detalladamente la cantidad de valores ofertados, las características de la emisión, el precio del activo financiero, entre otros aspectos.

¹¹⁶ Al respecto se debe precisar que nuestra LMV en su artículo 194 establece las operaciones facultadas a las sociedades agentes. En ese sentido, ésta constituye una operación del mercado primario de valores mediante el cual, se *suscribe o garantiza* una nueva emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

¹¹⁷ Esta modalidad no se encuentra regulada en forma expresa. Sin embargo, significa “de la mejor manera o según los mayores esfuerzos”. En el Mercado de Valores, es el acuerdo mediante el cual, los bancos no se comprometen formalmente a la concesión del préstamo o colocación de todos los valores, sino que se limitan a indicar al agente deficitario su disposición a esforzarse en ese objetivo, con arreglo a las condiciones propuestas, pero con el derecho a devolverle los valores que no haya podido vender.

¹¹⁸ El artículo 87 de la LMV contempla que toda emisión de bonos requiere de la designación del representante de los obligacionistas, excepto cuando las emisiones se encuentren dirigidas a inversionistas institucionales bajo las condiciones que CONASEV establezca. Las cláusulas del contrato a celebrarse entre el representante de obligacionistas y el emisor contienen los compromisos de carácter económico-financiero que restringen o limitan las actividades del emisor durante la vigencia de la emisión. La finalidad de estas cláusulas es reducir el riesgo de cumplimiento de la obligación a emitirse.

- Derechos de CAVALI
- Derechos de cotización BVL
- Derechos de cotización CONASEV

Es importante destacar que el costo varía según el tipo de instrumento, riesgo de la emisión, compromiso de colocación y el monto de la emisión.

En cuanto a la estructura de costos, a diferencia de una emisión de acciones, en la emisión de bonos la empresa tiene que incurrir en costos de clasificación del valor y el pago al representante de los obligacionistas.

Por lo tanto, el costo de una emisión de bonos es mayor que el costo de una emisión de acciones. Sin embargo, las empresas en general o en su mayoría, prefieren emitir bonos antes que acciones. Esto se debe a que al empresario no le agrada la idea de compartir el control de la dirección de su empresa, ya que esto implicaría perder el control de la misma.

En lo referente al contrato de colocación, según el estudio realizado se ha constatado que durante el período 2003-2008, las empresas emisoras de bonos corporativos utilizaron la modalidad underwriting en firme.

Al respecto, debe precisarse que las empresas emisoras no prefieren la colocación *bes effort* ya que constituye una oferta de valores mediante el cual, el agente colocador o banco de inversión acepta hacer todo lo posible por venderla; no hay garantía de venta como ocurre con el aseguramiento (underwriting).

Sin embargo, si se tratase de empresas que no tienen trayectoria, prestigio, solvencia, además de los costos que implica endeudarse en el Mercado Primario de Valores vía bonos deben tener en cuenta que dicho costo por financiamiento puede incrementarse, ya que deberán ofrecer mayores rendimientos para el inversionista. Ello se debe fundamentalmente por el riesgo que implicaría invertir en estas empresas. Normalmente una empresa solvente ofrece una tasa del 7%¹¹⁹, en cambio una empresa riesgosa ofrece un rendimiento para el inversionista de alrededor del 10% (3% más). Esto último se debe a que en nuestro mercado de valores son escasas las emisiones que se realizan. Es importante indicar que esta tasa viene a ser un costo fijo para la empresa que emita los bonos.

¹¹⁹ Anuario Estadístico CONASEV - Año 2007.

4.2 COSTOS DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS SIN FLEXIBILIZACIÓN NORMATIVA

De los costos analizados en el acápite anterior, hay tres que encarecen las emisiones de bonos corporativos en el Perú, los cuales se encuentran regulados en los artículos 50, 56 y 280.

El artículo 50 de la LMV establece expresamente que en las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127 y en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión. Esto significa que en la fase de colocación de las ofertas públicas primarias es obligatoria la intervención de un underwriter.

El artículo 56 considera que el prospecto informativo deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas, entre los cuales se señala en el inciso “d” el nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor, es decir, este inciso obliga a las empresas emisoras incluir una entidad estructuradora, si bien es cierto, esta se encarga de diseñar propiamente la emisión, sin embargo, en una economía de mercado no es necesario obligar a las empresas a que una estructuradora se encargue de esto.

Además de los dos artículos anteriores, el artículo 55 de la LMV estipula que CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo 54 de la LMV cuando se trate de determinadas categorías de colocaciones, tomando en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas. Al respecto, este artículo permite la discrecionalidad a CONASEV, cuando resultaría necesario que en forma expresa se establezca en la ley los criterios para tal excepción, que justamente es materia de la presente investigación.

Finalmente, el artículo 280 de la LMV establece que las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Asimismo sostiene que en los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa. CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, podrá establecer excepciones a la obligación antes señalada, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora.

En ese sentido, dadas la situación actual, marco legal vigente, se procederá a realizar el cálculo actuarial para determinar el costo de emisión de bonos corporativos en el Perú.

4.2.1 COSTOS DE EMISIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS EN CADA FASE¹²⁰

VALOR MOBILIARIO	BONO CORPORATIVO	TASA PORCENTUAL
PLAZO	5 años	
MONEDA	Dólares Americanos	
SUPUESTOS	Se aplica una tasa de descuento promedio de las empresas del Perú, en dólares	
	$TD = rf + b$ (prima de riesgo)	
	rf = tasa libre de riesgo	4.50%
	b = beta del mercado = 1	
	Prima de riesgo para Perú = la obtenida del trabajo elaborado por Javier Estrada (Prof. Dpto de Finanzas de IESE - Escuela de Negocios de Barcelona, España).	18.67%
	TD = Tasa de Descuento Promedio para Perú	23.17%
	Monto de la Emisión	\$10,000,000.00

1RA FASE : ESTRUCTURACIÓN Y CLASIFICACIÓN							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
ESTRUCTURACIÓN	0.30%	\$30,000.00					
CLASIFICACIÓN DE RIESGO (2 empresas) ¹²¹	\$12,000.00		\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00
SUB TOTAL		\$30,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00	\$24,000.00
VALOR PRESENTE 1 ¹²²			\$67,042.90				
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$97,042.90					

¹²⁰ Los datos para la determinación de los costos de emisión de una Oferta Pública Primaria de Bonos Corporativos se obtuvieron de los Anuarios Estadísticos de CONASEV. Asimismo, los cálculos han sido realizados utilizando Hoja de Cálculo.

¹²¹ En las condiciones actuales, sin flexibilización normativa, se exige que sean 2 las Empresas Clasificadoras de Riesgo, que opinen acerca de la situación financiera de la empresa emisora de bonos corporativos.

¹²² Valor presente (VP) o valor actual de una futura cantidad de dinero, evaluados a una tasa de descuento o costo de oportunidad del capital. En este caso, el cálculo se realiza para los valores correspondientes a los años, 1, 2, 3, 4 y 5. La tasa de descuento utilizada es del 23.17%. El concepto de valor actual de los flujos de efectivo esperados parte del supuesto de que una determinada cantidad de dinero (unidades monetarias) vale más en el presente que en el futuro. El dinero tiene un valor en el tiempo porque: 1) la inflación reduce el poder adquisitivo de los futuros soles; 2) la incertidumbre que existe acerca de recibir o no el dinero en el futuro, aumenta conforme los plazos son mayores; 3) por lo que es comúnmente conocido como costo de oportunidad del capital.

2DA FASE : INSCRIPCIÓN DEL VALOR							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
DERECHOS NOTARIALES		\$5,000.00					
TASA CONASEV	(1 UIT)	\$1,000.00					
INSCRIPCIÓN CAVALI		\$100.00					
INSCRIPCIÓN BVL	0.0375%	\$3,750.00					
GASTOS LEGALES		\$25,000.00					
ELABORACIÓN DE PROSPECTO		\$1,000.00					
PUBLICIDAD (Diarios)		\$3,000.00					
ROADSHOW		\$2,000.00					
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$40,850.00					

3RA FASE : COLOCACIÓN							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
COLOCACIÓN EN FIRME	1.50%	\$150,000.00					
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$150,000.00					

4TA FASE : POSTERIOR A LA INSCRIPCIÓN							
		Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
COMISIÓN REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	0.100%		\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00
DERECHOS CAVALI	0.012%		\$1,200.00	\$1,200.00	\$1,200.00	\$1,200.00	\$1,200.00
DERECHOS COTIZACIÓN BVL	0.024%		\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00
DERECHOS COTIZACIÓN CONASEV	0.024%		\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00
SUB TOTAL			\$16,000.00	\$16,000.00	\$16,000.00	\$16,000.00	\$16,000.00
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$44,695.26					

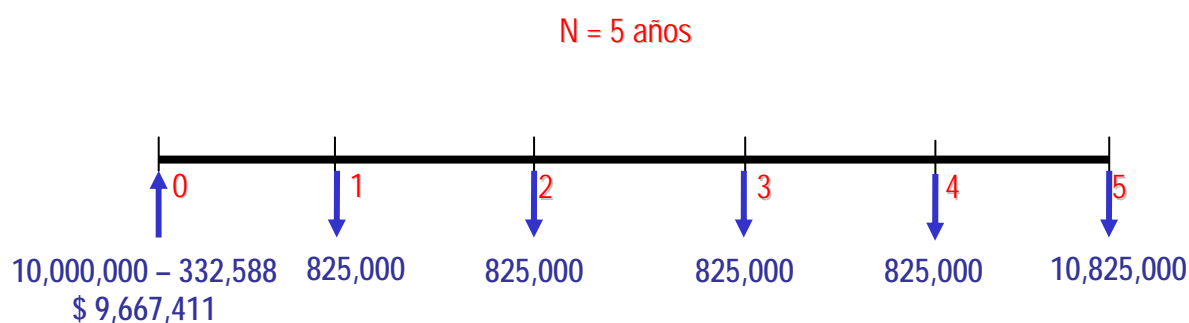
TOTAL COSTOS DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS		
VALOR PRESENTE	Dólares Americanos	\$332,588.16
PORCENTAJE DEL MONTO DE LA EMISIÓN ¹²³	%	3.33%

TASA DE INTERÉS EFECTIVA ANUAL (TEA)		
COSTO DE LA EMISIÓN	CE	3.33%
(1+CE)		1.033258816
(1+CE) ^1/5		1.006564997
TEA	$[(1+CE)^{1/5} - 1] \times 100$	0.66%

CÁLCULO DEL COSTO DE EMITIR BONOS CORPORATIVOS (EXPRESADO EN %)							
		Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
VALOR DE MERCADO	P	\$10,000,000.00					
VALOR PRESENTE DE LOS COSTOS DE EMISIÓN	G	\$332,588.16					
c = TASA CUPÓN DEL BONO (anual) ¹²⁴	8.25%						
CUPONES	Anual		825,000.00	825,000.00	825,000.00	825,000.00	10,825,000.00
SUB TOTAL		-\$9,667,411.84	825,000.00	825,000.00	825,000.00	825,000.00	10,825,000.00
COSTO DE DE LA DEUDA	en % anual	9.1074%					

¹²³ El cálculo se realiza dividiendo el total de costos (US\$ 332,558.16) y el monto de la emisión (US\$ 10,000,000.00).

¹²⁴ Anuario Estadístico CONASEV 2008.



$$9,667,411 = \frac{825,000}{(1 + k_d)^1} + \dots + \frac{10,825,000}{(1 + k_d)^5}$$

$k_d = 9.1074 \%$

 Costo promedio anual para el emisor del bono.

Según estos resultados, en las condiciones actuales de nuestro Mercado de Valores, sin flexibilización normativa, el costo de emisión de bonos corporativos mediante Oferta Pública Primaria es de 9.1074% promedio anual¹²⁵.

Al respecto, debe precisarse que un costo de esta magnitud, hace inviable económicamente las Ofertas Públicas Primarias de bonos corporativos, lo que permite contrastar en parte la hipótesis específica N° 01, ya que es necesario determinar el costo de emisión asumiendo la flexibilidad normativa en cuanto a dos de los requisitos exigidos a las Ofertas Públicas Primarias de las medianas empresas (costo de estructuración y clasificación de riesgo).

4.2.2 ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LOS COSTOS DE EMISIÓN EN LA TASA EFECTIVA ANUAL DE FINANCIAMIENTO DE UNA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE BONOS CORPORATIVOS

Los costos de emisión son aquellos en los que el Agente Deficitario incurre para poder efectuar una Oferta Pública Primaria (OPP) de bonos sin considerar la tasa de rendimiento ofrecida a los inversionistas (tasa cupón). Incluyen los gastos de estructuración, inscripción, clasificación, colocación, entre otros.

En efecto, los costos de emisión, los cuales en su mayoría son costos fijos, en que incurre una empresa deficitaria para obtener financiamiento a través de los bonos, hacen que éste sea atractivo en relación a costos alternativos ofrecidos por el sistema bancario, para montos superiores a los US \$ 10 millones.

Para medir el impacto de los costos en la tasa efectiva anual de financiamiento de una OPP de bonos, éste se calculó como el spread (margen) que la tasa efectiva anual de financiamiento tenía sobre la tasa de rendimiento anual

¹²⁵ Para una mejor comprensión sobre el cálculo del costo de emisión véase Apéndice N° 01.

exigida por los inversionistas (cupón), según cada nivel de riesgo y plazo, tomándose como referencia las tasas de descuento reportadas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos para la valuación de sus portafolios (Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B).

La escala reducida de nuestras empresas hace que sus requerimientos de financiamiento se encuentren por debajo del monto mínimo que justifique los costos de emisión. Esto genera un descalce entre la oferta y demanda de instrumentos financieros en el mercado de valores, por un factor de costos.

En el siguiente cuadro se detalla el costo de emisión de bonos. Se puede observar que, cuanto menor es el monto de la emisión, menor sea el plazo y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

Es importante señalar que los bonos emitidos a mayor plazo tienen una mayor sensibilidad en sus precios frente a un cambio en la tasa de retorno requerida que los bonos a plazo menor.

También, se puede apreciar que endeudarse a través del Mercado de Valores es mucho más conveniente que hacerlo mediante el sistema bancario o banca comercial. Esto quiere decir que el costo por financiamiento en el Mercado de Valores mediante emisión de bonos es menor que un préstamo de la Banca siempre y cuando las empresas emitan bonos corporativos por un monto superior a los US\$ 10 millones, ya que por debajo de este monto no es conveniente recurrir al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento. Se ha determinado en el anterior capítulo que el monto mínimo que permite a las empresas abaratar sus costos de financiamiento es de US\$ 10 millones.

Por lo tanto, si dicho monto lo relacionamos con el cuadro que se presenta a continuación, se llega a la conclusión de que es aconsejable para las empresas realizar emisiones por encima del monto mínimo, ya que mientras mayores sean las emisiones menor será el costo por financiamiento, tal como se aprecia en el cuadro siguiente¹²⁶:

¹²⁶ El impacto se calculó como el spread que la tasa efectiva anual de financiamiento tenía sobre la tasa de rendimiento anual exigida por los inversionistas (cupón), según cada nivel de riesgo y plazo, tomándose como referencia las tasas de descuento reportadas por las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos para la valuación de sus portafolios. Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B.

Monto de la Emisión (US \$)	Riesgo I		Riesgo II		Riesgo III		Riesgo IV	
	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años	3 años	5 años
0.5	17.8%	15.2%	18.4%	15.9%	20.2%	17.8%	20.6%	18.4%
1.0	8.4%	7.1%	8.7%	7.5%	9.4%	8.3%	9.7%	8.6%
1.5	5.6%	4.8%	5.8%	5.0%	6.3%	5.5%	6.5%	5.7%
2.0	4.3%	3.6%	4.4%	3.8%	4.8%	4.2%	5.0%	4.3%
2.5	3.5%	2.9%	3.6%	3.1%	4.0%	3.4%	4.1%	3.5%
3.0	3.0%	2.5%	3.1%	2.6%	3.4%	2.9%	3.5%	3.0%
3.5	2.7%	2.2%	2.7%	2.3%	3.0%	2.6%	3.1%	2.7%
4.0	2.4%	2.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.3%	2.8%	2.4%
4.5	2.2%	1.8%	2.2%	1.9%	2.4%	2.1%	2.5%	2.2%
5.0	2.0%	1.6%	2.1%	1.7%	2.3%	1.9%	2.3%	2.0%
6.0	1.8%	1.4%	1.8%	1.5%	2.0%	1.7%	2.0%	1.7%
7.0	1.6%	1.3%	1.6%	1.3%	1.8%	1.5%	1.8%	1.6%
8.0	1.5%	1.2%	1.5%	1.2%	1.6%	1.4%	1.7%	1.4%
9.0	1.4%	1.1%	1.4%	1.1%	1.5%	1.3%	1.6%	1.3%
10.0	1.3%	1.0%	1.3%	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%
50.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%
100.0	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%

Fuente: Estudio realizado por la Gerencia de Investigación y Desarrollo de CONASEV, Viabilidad de incorporación de nuevos emisores al mercado de valores: Pequeñas y medianas empresas. Febrero de 2001.

Por el lado del demandante de fondos, la existencia de costos fijos de emisión en el Mercado Primario de Valores hacen inviable económicamente ofertas públicas primarias de montos pequeños, ya que elevan los costos efectivos de financiamiento por unidad monetaria emitida, resultando éstos mayores a los costos alternativos ofrecidos en el sistema bancario.

Tal como se muestra en el cuadro anterior, cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo de la emisión y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

4.2.3 MONTO MÍNIMO DE LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS EN EL PERÚ

Es importante destacar que de acuerdo con el estudio realizado durante el período 2003-2008, el monto de una emisión de bonos corporativos debe ser lo suficientemente considerable para permitir el abaratamiento de la deuda (menor costo financiero para el agente deficitario). Esto permite que el costo sea significativamente menor en comparación con una emisión relativamente pequeña.

De otro lado, es importante tener en cuenta que la emisión de bonos no debe superar el valor del patrimonio de la empresa, ya que este patrimonio

sirve de garantía para la realización de la emisión. Asimismo, ofrece confianza y seguridad para los inversionistas a quienes está dirigida la emisión.

También destaca que una de las ventajas para la firma emisora es que el riesgo de la colocación no lo asume ella, sino el banco de inversión. Esto se debe a que en la modalidad underwriting el banco de inversión garantiza la emisión de valores, total o parcialmente, para distribuir los títulos posteriormente entre el público y los inversionistas institucionales.

Las empresas, al emitir acciones, cuidan la propiedad de la misma. Motivo por el cual, así resulte más conveniente una emisión de bonos, prefieren no recurrir a esta vía, ya que no quieren delegar o compartir la propiedad con otros inversionistas. Por ejemplo, en el año 1994, Cervesur prefirió emitir bonos antes que acciones, con ello buscó mantener la propiedad de la compañía sin necesidad de compartir la dirección de la misma, asimismo, se debe destacar que fue la primera empresa que realizó una emisión de bonos corporativos en soles¹²⁷.

4.2.3.1 ESTIMACIÓN DEL MONTO MÍNIMO DE EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS SEGÚN LAS CONDICIONES ACTUALES: SIN FLEXIBILIZACIÓN NORMATIVA

Para que en términos de costos, el monto de una emisión de bonos corporativos sea menor al de un financiamiento bancario, debe tenerse en cuenta los costos fijos y los costos variables.

Para la estimación del monto mínimo económico (monto mínimo) de las emisiones asumiremos lo siguiente:

- Empresa con riesgo bajo. Esto quiere decir, que la empresa emisora debe contar con un perfil financiero adecuado en función de sus ratios financieros, que le permita acceder al financiamiento del Mercado de Valores o del crédito bancario.
- Los costos fijos propios de la gestión bancaria son similares a los costos fijos de la gestión previa a los procesos de emisión.
- El costo del crédito bancario para las medianas empresas es de 13% efectivo anual en dólares.
- La tasa de interés que paga el bono al inversionista (tasa cupón) es del 8.25% anual.
- Los costos de constitución de garantías son equivalentes en las dos alternativas de financiamiento.
- El período de financiamiento tiene un horizonte temporal de cinco años, tal como se ha producido en el mercado, las emisiones realizadas durante los últimos años.

¹²⁷ Memoria Anual CONASEV 1995.

- Las nuevas empresas que deciden realizar emisiones, acceden a los costos mínimos requeridos por las entidades estructuradoras.

La ecuación que nos permite establecer y/o determinar el monto mínimo de emisión, de tal forma que el costo total no sea superior al costo de un crédito bancario es¹²⁸:

CT	=	Costo Total en % del monto de la emisión.
M	=	Monto de la emisión.
CF	=	Costo Fijo Total.
CV	=	Costo Variable Total.
CF/M	=	Costo Fijo Unitario

Por lo que se establece la relación siguiente:

$$CT = CF / M + CV \quad \rightarrow \quad (1)$$

Lo cual es equivalente a la siguiente expresión:

$$M = CF / (CT - CV) \quad \rightarrow \quad (2)$$

Según los supuestos, el Costo Total (CT) no debe ser mayor al 13% efectivo anual.

Entonces, de acuerdo con la estructura de costos, se tiene lo siguiente:

Costos Variables	Porcentaje
Tasa de interés de los bonos corporativos (promedio)	8.25 %
Contrato de colocación :	
* Underwriting en firme	1.50% del total de la emisión autorizada
Total	9.75%

Fuente: CONASEV - Memoria Anual 2008

Por lo tanto, el **monto mínimo para realizar una emisión de bonos corporativos en las condiciones actuales** se obtiene reemplazando los datos en la ecuación (2):

¹²⁸ Para mayor referencia sobre la deducción de esta ecuación, véase Formulación y Evaluación de Proyectos Industriales; RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – BAO GARCÍA Raúl E. – CÁRDENAS LUCERO Luis; Publicación de la Facultad de Ingeniería y Arquitectura de la Universidad de San Martín de Porres, Lima 2005, páginas 417-420.

CÁLCULO DEL MONTO MÍNIMO DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS		
TOTAL COSTOS DE EMISIÓN	Dólares Americanos	\$332,588.16
COSTO DEL CRÉDITO BANCARIO	%	13.00%
TASA CUPÓN + COLOCACIÓN	%	9.75%
MONTO MÍNIMO DE EMISIÓN	Dólares Americanos	\$10,233,481.80

$$M = CF / (CT - CV)$$

$$M = \$ 332,588.16 / (0.13 - 0.0975)$$

$$M = \text{US\$ } 10,233,481.80$$

En las condiciones actuales, sin flexibilización normativa, se ha determinado que el monto mínimo para realizar una emisión de bonos corporativos es de US\$ 10,233,481.80.

Una colocación de bonos por este monto no resulta conveniente para una mediana empresa que prefiera endeudarse en el Mercado Primario de Valores. Los costos de acceso al mercado de valores indican que el monto mínimo de una emisión no debe ser menor a US\$ 10 millones para que una empresa con riesgo AAA considere rentable emitir deuda, de lo contrario, no podría cubrir sus costos fijos.

De lo anterior, deducimos que dada la situación actual de nuestra legislación, en términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a US \$ 10,233,481.80, le resulta conveniente financiarse mediante el crédito bancario, ya que le resultará un financiamiento con menor costo.

Por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior a los US \$ 10,233,481.80 es aconsejable que recurra al Mercado Primario de Valores como la mejor alternativa de financiamiento, ya que reduciría sus costos de financiamiento considerablemente. Sin embargo, esto último, es sobre todo para las grandes empresas.

Este monto mínimo de emisión se convierte en un obstáculo para las medianas empresas, ya que estas empresas requieren un financiamiento menor.

Sin embargo, “el factor costos” no es el único que debe ser considerado por la empresa emisora; también resulta fundamental gozar de la confianza de los inversionistas del Mercado de Valores, quienes son sensibles al riesgo en todos sus aspectos.

Otro factor importante que debe tener en cuenta la empresa emisora es el relacionado a los requerimientos por parte de CONASEV, ya que ésta establece como requisitos para el emisor su previa inscripción del valor y del prospecto en el Registro Público del Mercado de Valores, *la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas.*

La inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores implica además poner a disposición de este registro un sistema integrado de revelación permanente de información al mercado respecto de los valores que se transan en el mismo, de manera que la información de los mercados primario y secundario se encuentre, en la medida de lo posible, dentro de los estándares similares de calidad, lo que propicia la correcta formación del precio de los valores en ambos mercados y tiene como efecto adicional la posibilidad de reducir los costos asociados a la revelación de la información para las personas obligadas. Las empresas peruanas en su mayoría, han demostrado ser renuentes a proporcionar su información al mercado, es decir, no desean hacer pública la información referente a la marcha de sus empresas.

4.3 COSTOS DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS ASUMIENDO LA FLEXIBILIZACIÓN NORMATIVA

4.3.1 ESTIMACIÓN DEL MONTO MÍNIMO DE EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS

Similar al caso anterior, para la estimación del monto mínimo económico (monto mínimo) de las emisiones se considera los mismos supuestos.

En este acápite se procederá a estimar los costos de emisión de bonos corporativos en cada una de las cuatro fases, asumiendo la modificación de los artículos 50, 56 y 280 de la LMV. Con esta modificación a la LMV, se dará la posibilidad de eliminar, la necesidad de la intervención de una entidad estructuradora. En lugar de exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo, simplemente bastaría que se limite a contratar los servicios de una sola empresa clasificadora de riesgo, con lo cual se lograría abaratar el costo de emisión. Si bien es cierto, al exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo, se trata de proteger al inversionista, pero esta exigencia se puede flexibilizar cuando el monto de emisión sea inferior a los 5 millones de dólares.

Cuando el monto a emitir a través de bonos corporativos sea inferior a los 5 millones de dólares resultaría suficiente con reforzar la entrega de los prospectos informativos al inversor, quien conocería que esa emisión no cuenta con clasificación y que asumiría todo el riesgo por su inversión.

En ese sentido, los costos fijos una vez que se flexibilicen los requisitos quedaría representado por los montos siguientes¹²⁹:

1RA FASE : ESTRUCTURACIÓN Y CLASIFICACIÓN							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
ESTRUCTURACIÓN	0.00%	\$0.00					
CLASIFICACIÓN DE RIESGO (1 empresa)	\$12,000.00		\$12,000.00	\$12,000.00	\$12,000.00	\$12,000.00	\$12,000.00
SUB TOTAL		\$0.00	\$12,000.00	\$12,000.00	\$12,000.00	\$12,000.00	\$12,000.00
VALOR PRESENTE 1			\$33,521.45				
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$33,521.45					

2DA FASE : INSCRIPCIÓN DEL VALOR							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
DERECHOS NOTARIALES		\$3,000.00					
TASA CONASEV	(1 UIT)	\$1,000.00					
INSCRIPCIÓN CAVALI		\$100.00					
INSCRIPCIÓN BVL	0.0375%	\$3,750.00					
GASTOS LEGALES		\$25,000.00					
ELABORACIÓN DE PROSPECTO		\$1,000.00					
PUBLICIDAD (Diarios)		\$3,000.00					
ROADSHOW		\$2,000.00					
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$38,850.00					

3RA FASE : COLOCACIÓN							
		Única Vez	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
COLOCACIÓN EN FIRME	0.80%	\$80,000.00					
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$80,000.00					

129

En este caso, se asume que la Oferta Pública Primaria de bonos corporativos no requiere entidad estructuradora como exige actualmente la ley, además sólo requeriría una Empresa Clasificadora de Riesgo debido a la flexibilización de requisitos. Asimismo, con relación al Agente Colocador se considera que éste cobraría una comisión menor por sus servicios de colocación de valores.

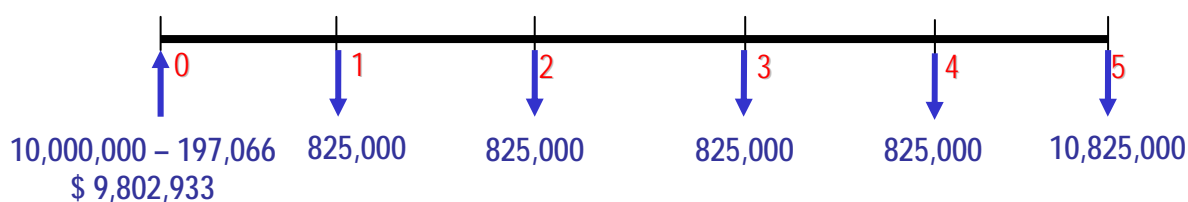
4TA FASE : POSTERIOR A LA INSCRIPCIÓN							
		Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
COMISIÓN REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS	0.100%		\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00
DERECHOS CAVALI	0.012%		\$1,200.00	\$1,200.00	\$1,200.00	\$1,200.00	\$1,200.00
DERECHOS COTIZACIÓN BVL	0.024%		\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00
DERECHOS COTIZACIÓN CONASEV	0.024%		\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00	\$2,400.00
SUB TOTAL			\$16,000.00	\$16,000.00	\$16,000.00	\$16,000.00	\$16,000.00
SUB TOTAL A VALOR PRESENTE		\$44,695.26					

TOTAL COSTOS DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS		
VALOR PRESENTE	Dólares Americanos	\$197,066.71
PORCENTAJE DEL MONTO DE LA EMISIÓN	%	1.97%

TASA DE INTERÉS EFECTIVA ANUAL (TEA)		
COSTO DE LA EMISIÓN	CE	1.97%
(1+CE)		1.019706671
(1+CE)^1/5		1.003910628
TEA	$[(1+CE)^{1/5} - 1] \times 100$	0.39%

CÁLCULO DEL COSTO DE EMITIR BONOS CORPORATIVOS (EXPRESADO EN %)							
		Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
VALOR DE MERCADO	P	\$10,000,000.00					
VALOR PRESENTE DE LOS COSTOS DE EMISIÓN	G	\$197,066.71					
c = TASA CUPÓN DEL BONO (anual)	8.25%						
CUPONES	Anual		825,000.00	825,000.00	825,000.00	825,000.00	10,825,000.00
SUB TOTAL		-\$9,802,933.29	825,000.00	825,000.00	825,000.00	825,000.00	10,825,000.00
COSTO DE LA DEUDA	en % anual	8.7534%					

N = 5 años



$$9,802,933 = \frac{825,000}{(1 + k_d)^1} + \dots + \frac{10,825,000}{(1 + k_d)^5}$$

$$k_d = 8.7534 \%$$

Costo promedio anual para el emisor del bono.

Según estos resultados obtenidos, asumiendo la flexibilización de dos de los requisitos establecidos para las Ofertas Públicas Primarias de las medianas empresas, el costo de emisión de bonos corporativos mediante Oferta Pública Primaria es de 8.7534% promedio anual. Este dato obtenido permite verificar la hipótesis específica N° 01, ya que el costo de emisión por realizar una oferta pública primaria de bonos corporativos resulta menor haciendo viable económicamente para las medianas empresas.

Los costos variables para empresas que realizan una primera emisión está conformado por los rubros siguientes:

Costos Variables	Porcentaje
Tasa de interés de los bonos corporativos (promedio)	8.25 %
Contrato de colocación : * Underwriting en firme	0.80% del total de la emisión autorizada (i)
Total	9.05%

i) Tomando en cuenta la flexibilización normativa

Por lo tanto, similar al caso anterior el **monto mínimo para realizar una emisión de bonos corporativos considerando la flexibilización de los requisitos a las OPP** se obtiene:

CÁLCULO DEL MONTO MÍNIMO DE EMISIÓN DE BONOS CORPORATIVOS CONSIDERANDO LA FLEXIBILIZACIÓN DE LOS REQUISITOS A LAS OPP		
TOTAL COSTOS DE EMISIÓN	Dólares Americanos	\$197,066.71
COSTO DEL CRÉDITO BANCARIO	CT (%)	13.00%
TASA CUPÓN + COLOCACIÓN	CV (%)	9.05%
MONTO MÍNIMO DE EMISIÓN	M	\$4,989,030.65

$$M = CF / (CT - CV)$$

$$M = \$ 192,066.71 / (0.13 - 0.0905)$$

$$M = \text{US\$ } 4,989,030.65$$

En ese sentido, si se flexibilizan dos de los requisitos para realizar ofertas públicas primarias en nuestro mercado de valores, el monto mínimo de una emisión de bonos corporativos por parte de una mediana empresa sería de US\$ 4,989,030.65, lo cual comprueba la hipótesis general y la hipótesis específica N° 02, en el sentido de modificar nuestra legislación cuando se trate de bonos corporativos de medianas empresas y el monto de la emisión no sea superior a los 5 millones de dólares.

Al respecto, se debe precisar que una emisión por este monto (inferior a los 5 millones de dólares) resultaría atractivo y sobre todo accesible para una mediana empresa que prefiera endeudarse en el Mercado Primario de Valores. Esto originaría que las medianas empresas puedan acceder al Mercado de Valores, ya que este monto estaría más acorde a los requerimientos de capital actuales de este sector empresarial.

De acuerdo con el estudio realizado por la Gerencia de Investigación y Desarrollo de CONASEV¹³⁰ existen aproximadamente 1,400 medianas empresas que presentaron información financiera y éstas se encuentran dentro de los parámetros que emplean SUNAT, COFIDE y el MEF. Asimismo, es necesario puntualizar que estas 1,400 empresas tienen activos entre US\$ 2 y US\$ 40 millones de dólares, lo que corrobora el planteamiento del presente estudio.

130

Gerencia de Investigación y Desarrollo de CONASEV, Viabilidad de incorporación de nuevos emisores al mercado de valores: Pequeñas y medianas empresas. Febrero de 2001.

4.4. ANÁLISIS COMPARATIVO DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE BONOS CORPORATIVOS CON ACCIONES

4.4.1. Costo de la Emisión de Acciones

El costo de emitir acciones vía oferta pública primaria es más bajo porque no constituye deuda; sino aumento de capital, mediante el aporte de los nuevos socios o accionistas.

La emisión de acciones conlleva a gastos de asesoría, los mismos que son pagados por una sola vez; publicidad, contrato de colocación (que puede ser venta en firme o venta al mejor esfuerzo), derechos notariales y derechos de registro.

4.4.2 Costo de la Emisión de Bonos

La emisión de bonos, por consistir en una deuda es más costoso que la emisión de acciones, ya que el emitir bonos implica el pago periódico (que puede ser trimestral, semestral o anual) de los cupones o intereses. Además la Ley del Mercado de Valores establece que las empresas que emitan por oferta pública primaria de valores representativos de deuda deberán contratar los servicios de por lo menos dos (2) clasificadoras de riesgo, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de dichos valores. Lo cual representa un costo para la empresa aproximadamente de US \$ 12 000 anuales. Para el presente estudio hemos establecido un horizonte de 5 años, por lo que una empresa que requiera emitir bonos deberá pagar en promedio por clasificación de riesgo alrededor de US\$ 60 000; lo que constituye un elevado costo para las medianas empresas. Este factor conjuntamente con la información que se debe proporcionar al mercado son las causas fundamentales por las cuales las empresas en general, no concurren al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento. Se ha determinado que son pocas las empresas que han recurrido al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento. Esto se debe a las razones explicadas.

Por otro lado, la empresa que emita bonos debe contar con un representante de obligacionistas, el mismo que representa un gasto para la empresa (0.10% anual del total de la emisión autorizada).

En lo relacionado al contrato de colocación (ya sea mediante Underwriting en firme o Underwriting Best Effort), gastos de asesoría, publicidad, derechos notariales y derechos de registro tanto la emisión de bonos como la emisión de acciones tienen el mismo costo.

De todos los costos analizados anteriormente, dos constituyen en cierta medida, un obstáculo para las medianas empresas que estén dispuestas a realizar una emisión de bonos corporativos.

4.4.3 ANÁLISIS COMPARATIVO DEL MERCADO PRIMARIO DE VALORES CON EL SISTEMA BANCARIO COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

Lo que hace un empresario es comparar entre el costo de obtener un préstamo bancario y el costo de una emisión de acciones y/o bonos. Por ejemplo, el costo de emitir y colocar bonos en el mercado en promedio está en 12% en dólares, frente a una tasa activa en dólares del sistema bancario del 14% en dólares y del 29% en soles¹³¹.

En forma general, las diferencias más importantes entre el Mercado de Valores y el Sistema Bancario se puede apreciar en el siguiente cuadro:

	Mercado de Valores	Sistema Bancario
<i>Costo por financiamiento</i>	Bajo	Relativamente alto
<i>Característica esencial</i>	Ofrece mayor liquidez	Ofrece menor liquidez
<i>Frecuencia</i>	Es más dinámico	Es más estático
<i>Alternativas de financiamiento</i>	Variadas: acciones, bonos, letras, pagarés, etc.	Fundamentalmente el préstamo bancario
<i>Forma de colocación</i>	Vía oferta pública	Privado
<i>Forma de pago</i>	No son necesariamente periódicos	Periódicos

Elaboración propia

Si bien es cierto y notoria la diferencia que existe al endeudarse en el Mercado de Valores debido al costo por financiamiento (menores tasas) también es importante indicar que en lo referente a la emisión de bonos, los intereses son pagados trimestral o semestralmente y el capital se hace efectivo al final o mejor dicho al vencimiento del bono; en cambio un préstamo en el sistema bancario generalmente, los intereses y el capital se pagan en forma mensual. Esto es, el bono permite al empresario trabajar con el capital que se endeuda, en cambio un préstamo bancario se tiene que amortizar mensualmente el capital.

Por otro lado, el Mercado de Valores es más flexible que el sistema bancario porque ofrece mayor liquidez, esto se debe al dinamismo del Mercado de Valores.

Asimismo, otra de las diferencias es la variedad de alternativas de financiamiento que ofrece el Mercado de Valores: acciones, bonos, letras, pagarés, etc; en cambio el sistema bancario fundamentalmente ofrece los préstamos bancarios.

Un punto importante a considerar cuando se compara el Sistema Bancario y el Mercado de Valores es el que se estableció en el capítulo anterior; deducimos que en términos de costos, cuando una empresa requiera financiamiento por un monto menor a US\$ 10 millones, le resulta

¹³¹ Memoria Anual BCRP. Año 2006.

conveniente financiarse mediante el crédito bancario; por el contrario, si la empresa, decide financiar un monto superior a los US\$ 10 millones es aconsejable que recurra al Mercado de Valores como la alternativa óptima de financiamiento. A manera de conclusión podemos afirmar lo siguiente: dependiendo de la capacidad de endeudamiento de las empresas, algunas les resultará más conveniente recurrir al crédito bancario, mientras que a otras les parecerá mejor y más atractivo endeudarse en el Mercado de Valores. Todo dependerá de la situación económica y financiera por la que atraviesan, así como también dependerá de su disposición a informar al mercado sobre la marcha de sus empresas.

Otra de las principales consideraciones a tener en cuenta para decidir entre recurrir a mecanismos de financiamiento indirecto, vía créditos bancarios principalmente y realizar una emisión de obligaciones son básicamente por costos: fijos y variables. En el caso del crédito bancario los costos son fundamentalmente variables y estos comprenden fundamentalmente a la tasa de interés cobrada por el banco y los costos que podrían tener la constitución de garantías los cuales guardan relación con el monto del préstamo. Cuando se trata de obtener financiamiento en el Mercado de Valores, mediante oferta pública, la presencia de los costos fijos (estructuración de la emisión, clasificación de riesgo, inscripción en el RPMV, elaboración del prospecto informativo, publicidad, contrato de fideicomiso, road show, gastos notariales) es la más importante; aunque también los costos variables (tasa de interés ofrecida y contrata de colocación) se encuentran presentes.

4.5. PRINCIPALES LIMITACIONES A LA OFERTA PÚBLICA PRIMARIA EN EL PERÚ ¹³²

Una de las principales limitantes al desarrollo de la oferta pública primaria de valores e incorporación de nuevos emisores al mercado primario de valores peruano la constituye la escala reducida de la mayoría de empresas que conforman el sector empresarial, la cual genera un descalce entre oferta y demanda por un factor de costos.

Por el lado de la oferta de valores, la existencia de costos fijos de emisión hacen inviable económicamente ofertas públicas primarias de montos pequeños, puesto que elevan los costos efectivos de financiamiento por unidad monetaria emitida, resultando éstos mayores a los costos alternativos ofrecidos en el sistema bancario. Así, cuanto menor sea el monto de la emisión, menor el plazo de la emisión y mayor el nivel de riesgo, mayor será el impacto¹³³ de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

En tal sentido, la inflexibilización de los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias no posibilitan la reducción

¹³² Revista VALORES N° 37 - CONASEV, Op. cit., páginas 7 - 8.

¹³³ Medido como el spread de la TEA de financiamiento sobre la Tasa de Rendimiento Anual exigida por los inversionistas, para cada nivel de riesgo y plazo.

de los costos (en cuanto a la elaboración y presentación de información requerida) y plazos (en cuanto a oportunidad de la emisión y aprovechamiento de las condiciones de mercado).

Cuanto menor sea el volumen de activos (inversiones) de una empresa, menores serán sus necesidades de financiamiento y menor el monto de la emisión con el que necesitaría salir al mercado y por tanto, mayor será el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva de financiamiento, hecho que desalienta la incursión de las medianas empresas en el mercado de valores. Adicionalmente, cuanto menor sea el volumen de activos de una empresa, menor será la probabilidad de obtener una buena clasificación de riesgo y una tasa de colocación aceptable, entre otros, debido a la falta de historia, de ordenamiento contable y de posicionamiento en el mercado.

Sin embargo, la mayoría de empresas que conforman el sector empresarial peruano presentan volúmenes de activos reducidos, por lo que sus necesidades de financiamiento no son lo suficientemente grandes como para acceder al mercado primario de valores a costos que resulten inferiores a los de otras alternativas de financiamiento (Limitante estructural). Según la presentación de información financiera correspondiente al ejercicio económico 1999, menos del 2% de un total de 1828 empresas tenían activos superiores a los US\$ 200 millones.

Acentúa el descalce entre oferta y demanda, la demanda selectiva por instrumentos de muy bajo riesgo, por parte de los inversionistas institucionales.

4.5.1 FACTORES QUE DESALIENTAN O LIMITAN LA PARTICIPACIÓN DE LAS MEDIANAS EMPRESAS EN LA EMISIÓN DE VALORES

Los factores que desalientan o desmotivan la participación de las medianas empresas a realizar una emisión o colocación de activos financieros en el mercado de valores son los siguientes:

- Inflexibilidad en cuanto a los requerimientos de inscripción o registro de valores emitidos por oferta pública primaria.
- La obligación de informar, que implica hacer pública toda la información de la empresa.
- Escala reducida de las empresas. Esto hace que los requerimientos de financiamiento se encuentren por debajo del monto mínimo de emisión que justifique el costo de la emisión.
- La falta de cultura de mercado.
- Costos asociados a la emisión y cotización de los valores.
- Demanda selectiva por valores de primer nivel de riesgo por parte de los inversionistas.

Estos factores se centran básicamente en la inflexibilidad que hoy existe en nuestro mercado con relación a los requisitos para realizar oferta pública y en la reducida cantidad de la oferta de valores mobiliarios (bonos), los altos niveles de riesgo que tienen asociados las medianas empresas (falta de transparencia en la información y alta dependencia del ciclo económico) y la ausencia de intermediarios especializados que pudieran otorgar liquidez a la negociación de los valores emitidos por las medianas empresas, los cuales estarían poco dispuestos a soportar los riesgos de contrapartida.

4.5.2 REQUERIMIENTOS PARA ACCEDER AL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO PRIMARIO DE VALORES

Actualmente, según el Sistema Financiero Nacional, las medianas empresas en el Perú, son definidas como aquellas que tienen ingresos por ventas entre \$1 y \$30 millones de dólares y activos entre \$10 y \$40 millones de dólares, aproximadamente. En el Perú, hay alrededor de 1,400 empresas con estas características. Por otro lado, las empresas grandes son las que superan los parámetros anteriores y son alrededor de 50.

Agrupando las empresas por sectores económicos, puede observarse que las medianas empresas tienen un coeficiente de gastos financieros/pasivos que duplica el ratio equivalente para las empresas grandes, lo que indica un elevado costo de financiamiento. Como se sabe, las medianas empresas en su mayoría recurren al financiamiento bancario, por lo que tienen un mayor costo por financiamiento. Asimismo, los ratios de endeudamiento patrimonial de estas empresas son el 70% de los ratios de las empresas grandes, lo que puede indicar un insuficiente flujo de fondos hacia este segmento. Por lo que es necesario que las medianas empresas cuenten con otra alternativa distinta al sistema bancario.

Si se considera el acceso a mercados de financiamiento patrimonial, puede observarse que de las 20 empresas más negociadas en Bolsa, solo 2 empresas pertenecen al segmento de medianas empresas (Atacocha y Casagrande) y el resto son empresas grandes. Esto es un indicativo de la pobre capacidad de las empresas para acceder al financiamiento mediante el mercado directo accionario.

Hasta antes del año 2007, en lo que se refiere a ofertas primarias de acciones, en los últimos años sólo tres empresas medianas (Cema Comunicaciones, Inversiones Centenario S.A.A., Consorcio Agua Azul S.A.), realizaron una oferta de este tipo.

En lo relacionado a ofertas públicas de bonos corporativos, son 69 empresas las que realizaron este tipo de emisiones, de las cuales sólo el 7.2% fueron realizadas por medianas empresas. Lo que demuestra la posibilidad de las medianas empresas de recurrir al Mercado Primario de Valores como fuente de financiamiento¹³⁴.

¹³⁴ Anuario Estadístico CONASEV 2008.

Sin embargo, lo anterior puede ser resultado de la falta de un mercado organizado para el financiamiento de las medianas empresas y de los mecanismos adecuados (legislación más flexible) para facilitar el acceso de las mismas a los mercados de financiamiento.

Es importante resaltar la necesidad de crear un mercado para el financiamiento vía patrimonio, porque a través de los mercados de préstamos es difícil lograr el financiamiento eficiente de proyectos que involucren fuertes inversiones de capital y de horizontes largos, pues el financiamiento bancario a las medianas empresas tiende a ser de corto y mediano plazo. Esto puede clarificarse observando los ratios pasivos de largo plazo / activo fijos, que en el caso de las empresas medianas es alrededor de la mitad del ratio de las empresas grandes.

No existe prohibición legal o normativa que impida a cualquier tipo de empresas acceder al financiamiento a través de este mercado. Obtener financiamiento a través del Mercado Primario de Valores está dirigido a todo tipo de empresas (grandes, medianas y pequeñas).

Si bien es cierto que la mayor parte de las empresas en el Perú no cuentan con un gran capital de inversión, sin embargo, existen de acuerdo al análisis realizado, empresas que si cuentan con un nivel adecuado de capitales pero que no recurren al Mercado de Valores como alternativa de financiamiento.

Existe un factor condicionante que es la trayectoria de la empresa, la solidez que muestra, el nombre de la empresa que expresa antigüedad - en cuanto a años desempeñados - confianza y prestigio; es decir, una madurez que refleje el compromiso de asumir la deuda y el compromiso de pagarla. Estas son condiciones que toman en cuenta los inversionistas antes de invertir en un activo financiero. Por lo que existen empresas que si pueden recurrir al Mercado de Valores, pero no lo hacen porque no cuentan con trayectoria, confianza y prestigio.

También es importante observar los estados financieros de las empresas para tomar decisiones de inversión; consecuentemente, tanto para una emisión de acciones como para una emisión de bonos es importante tener en cuenta desde el punto de vista del inversionista, la solidez de la empresa, el prestigio y la situación económico-financiera de la misma.

Por lo tanto, se puede concluir: para que los activos financieros sean adquiridos juega un rol muy importante la posición de la empresa emisora en el mercado, su buena trayectoria y un clima económico favorable en el sector que opera.

CAPÍTULO

5

**FINANCIAMIENTO Y
SISTEMA DE GARANTÍAS****5.1. FACTORES DETERMINANTES EN EL FINANCIAMIENTO
EMPRESARIAL****5.1.1 EL RIESGO PAÍS Y LAS ELEVADAS TASAS DE INTERMEDIACIÓN
FINANCIERA¹³⁵**

El riesgo de devaluación, mora y el control de capital, así como deficiencias en el mercado financiero y distintos requisitos de reserva, se combinan para explicar parte de esta diferencia en las tasas de interés. Estos factores podrían explicar por qué un prestatario de primera categoría paga

¹³⁵ Carlos BOLOÑA BEHR en su obra “Cambio de Rumbo” define el riesgo país como la *diferencia entre la tasa de interés de la moneda extranjera en el país en cuestión y la tasa de interés internacional (PRIME RATE, LIBOR)*. Esta diferencia es la que incentiva a las personas a traer sus ahorros y colocarlos en el país en cuestión. Este tipo de riesgo en un país estable política y económicamente fluctuaría entre 1 y 2%.

tasas de interés *prime* del 4.75% en Estados Unidos, mientras que el prestatario de primera categoría latinoamericano paga 13%. Sin embargo, la pyme típica latinoamericana paga tasas de interés mucho más altas y por arriba del costo de fondos del gobierno¹³⁶.

5.1.2 LOS ESQUEMAS DE GARANTÍAS Y LAS HERRAMIENTAS PARA REDUCIR EL RIESGO

En América Latina, las medianas empresas obtienen préstamos en distintas condiciones crediticias de las que se encuentran en Estados Unidos. Ellas pagan tasas de interés altas, obtienen préstamos relativamente pequeños con relación a su flujo de caja y sus ingresos, y deben pagar sus préstamos más rápidamente.

Si se pretende hacer viable el acceso de las medianas empresas al financiamiento a través del mercado primario de valores vía emisión de activos financieros, se debe tener en cuenta la constitución de *esquemas de garantías* que posibiliten el mejoramiento del riesgo. Con ello se contribuirá no sólo a la obtención de un perfil de riesgo de crédito aceptable para los inversionistas, sean éstos individuales o institucionales, sino también a la reducción de los costos para las medianas empresas al reducirse la tasa de rendimiento exigida por el mercado.

En tal sentido, queda en evidencia la necesidad de evaluar la viabilidad de implementar un esquema de garantías para el caso peruano, es decir, **sociedades mutualistas** que proporcionen garantías a sus socios y que no sólo se destinen al sistema financiero de intermediación indirecta sino también al mercado de valores; análisis que tendría que ser efectuado de manera conjunta por CONASEV, SBS y COFIDE. Estos esquemas buscarían reducir el riesgo para los inversionistas y posibilitarían la emisión de valores representativos de deuda por parte de las medianas empresas. En este sentido, es fundamental el papel que debe cumplir el Estado.

Con relación al tema de garantías se propone la creación **de Fondos de Inversión Afianzadores y de Garantía**, para lo cual se sugiere considerar como una de las actividades que podrían realizar los fondos de inversión, esto es, la actividad relacionada al otorgamiento de garantías.

Para el desarrollo de este esquema financiero se deberá tener en cuenta entre otros, los aspectos siguientes:

- ❖ La fuente de los recursos para la constitución de los esquemas de garantías. La experiencia internacional muestra que es el Estado el que debe liderar o iniciar este proceso.
- ❖ La determinación de las coberturas de las garantías que serían proporcionadas (ingeniería de riesgos y límites de exposición).
- ❖ Condiciones o requerimientos para acceder a dichas garantías.

¹³⁶ CEAL - Center for the Economic Analysis of Law Washington D.C. (Centro para el Análisis Económico de Leyes); Las Pequeñas y Medianas Empresas y sus garantías; Octubre 2004.

- ❖ El manejo del multiplicador de cartera respecto al patrimonio al patrimonio efectivo o técnico.
- ❖ La administración del portafolio de inversiones del fondo de garantía.

5.1.3 EXPERIENCIAS DE FINANCIAMIENTO DE MEDIANAS EMPRESAS¹³⁷

Fondos de capital de riesgo (venture capital).

- Titulización de créditos a Pyme's con fondos de garantía estatal:
- España: Administrada por ICO y financiada por Tesoro Público
- EE. UU. :
 - Small Business Administration: garantías crediticias
 - Small Business Investment Companies : SBICS
- Sociedades de garantía recíproca (SGR) o Sociedades de caución mutua (Argentina / España)

Esquemas exitosos en países desarrollados suponen uso de fondos del Estado. El Perú enfrenta una situación fiscal que limita el uso de garantías estatales.

Experiencias exitosas de capital de riesgo en América Latina son limitadas y su éxito se verá en el mediano y largo plazo.

Toda acción para promover el desarrollo de un mercado de valores nacional debe primero considerar el entorno y las estrategias seguidas por los principales mercados de valores del mundo. A continuación se realiza un análisis de las principales tendencias, siendo necesario precisar que aún cuando nuestro mercado de valores sea pequeño, no deja de ser parte de un único mercado global.

En efecto, el escenario se presenta altamente globalizado y competitivo, situación que es impulsada por los avances en la tecnología y en particular por la creciente participación de Internet en las diferentes actividades financieras. La ausencia de barreras promovida por Internet facilita el flujo de capitales hacia los mercados más eficientes, y viene presionando a los principales participantes en la necesidad de redefinir su rol y estrategia de desarrollo.

En primer lugar, se observa una fuerte tendencia hacia la concentración de la liquidez en pocos centros financieros. Lo que unas plazas ganen será a costa de aquellas otras que no hubieran sido capaces de adecuarse al entorno y en especial, de atender los requerimientos de los cada vez más exigentes inversionistas y emisores. El impacto en Latino América es dramático. Basta mencionar que en los últimos años las principales empresas de la región listaron sus valores en las bolsas estadounidenses a través de American Depositary Receipts. A finales de

¹³⁷ MACROCONSULT: Desarrollo de Mecanismos que faciliten el acceso de nuevos emisores al Mercado de Valores; Estudio realizado en el mes de setiembre de 2004.

1999, se habrían emitido aproximadamente US\$ 139 billones, con la consiguiente reducción en los montos negociados en las bolsas locales.

Existe una fuerte competencia entre las principales bolsas, y entre éstas y mecanismos de negociación que han surgido al margen de los esquemas tradicionales y que amenazan su existencia. En los Estados Unidos, se han creado “bolsas” no reguladas llamadas Electronic Communication Networks ECN, y su presencia agrega competencia a la ya existente entre la Bolsa de Valores Nueva York (NYSE) y el Nasdaq. Estas son plataformas electrónicas que permiten que los compradores y vendedores se encuentren directamente sin la intervención de los intermediarios tradicionales (mejores precios y menores costos). A finales de 1998, los ECNs representaron entre el 30-35% del volumen negociado en el Nasdaq. Es importante observar que los propietarios de estos sistemas son las principales corredoras de valores estadounidenses, lo que muestra además que las bolsas estarían compitiendo con sus propios dueños.

Es importante también mencionar las diversas iniciativas de las principales plazas bursátiles por integrarse entre sí, conscientes que mantenerse como “islas” terminará por hacerlos desaparecer. Así, destaca la alianza entre las bolsas de Ámsterdam, Bruselas y París para conformar Euronext; entre las bolsas de Frankfurt, Milán, Madrid, Londres y el Nasdaq Europa; y el mercado Global Equity Market que surgiría como resultado de la alianza entre las bolsas de Toronto, Tokio, Hong Kong, Australia, México, BOVESPA, Santiago de Chile y Buenos Aires, con el liderazgo de la NYSE.

A través de alianzas, la mayoría de bolsas vienen trabajando en la construcción de plataformas centralizadas de negociación (con la mayor conectividad posible) que faciliten la realización de operaciones transfronterizas (con acciones, instrumentos de deuda, opciones y futuros), de manera eficiente las 24 horas del día, permitiendo la más amplia participación de inversionistas individuales e institucionales. También hay esfuerzos por contar con sistemas centralizados para la compensación y liquidación continua de dichas operaciones en multimonedas, durante todo el día y a los menores costos posibles.

Por otro lado, también se observan cambios importantes en las empresas y sus posibilidades de financiamiento a través de los mercados de valores. Surgen empresas globalizadas, que se consolidan con el fin de operar en múltiples mercados y acceder a mayores alternativas de financiamiento y en mejores condiciones. Internet permite que los emisores pueden encontrarse “directamente” con una más amplia base de inversionistas y a un menor costo, facilitándose la obtención de capital por parte de medianas y pequeñas empresas no calificadas para listar sus valores en las bolsas tradicionales. Además de múltiples iniciativas privadas creadas para facilitar el encuentro entre las empresas y los inversionistas a través de la red, destacan el “Enterprise Market” de la Bolsa de Australia y “German Equity Forum” de la Bolsa Alemana, mercados que permiten que las Pymes puedan obtener capital directamente de los inversionistas.

Similares cambios se observan en los inversionistas, desde los más pequeños hasta los más grandes, quienes no sólo cuentan con mayor información, sino que tienen la posibilidad de elegir sus inversiones de manera sencilla y a bajo costo, presionando hacia una efectiva “democratización” de los mercados de valores. Se estima que en los Estados Unidos el 48% de las transacciones realizadas por inversionistas minoristas en el 2000 se llevó a cabo a través de Internet. Asimismo, surgen inversionistas institucionales más grandes y sofisticados, que presionan hacia un cambio en la intermediación tradicional buscando que ésta atienda sus mayores requerimientos.

Estos cambios confirman que hoy los principales actores son los “inversionistas” que pueden moverse entre mercados con sólo apretar una tecla. La sobrevivencia de los mercados dependerá de la capacidad de éstos de ofrecer alternativas de inversión con seguridad, eficiencia (rapidez, menores costos, y procedimientos estandarizados), liquidez y transparencia. Todo lo que se haga en este sentido se traducirá en mejoras en la liquidez y en mayores negocios, con los consiguientes beneficios para los emisores.

Finalmente, todo esto impone retos a los reguladores pues el acceso de los inversionistas a un mercado sin fronteras, en especial de los individuales, ha venido acompañado de mayores oportunidades de fraude y engaño. Esto abre un nuevo espacio para la regulación y ya las principales comisiones de valores han tenido que enfrentar problemas. La confianza de los inversionistas y emisores es el principal activo de un mercado.

Respecto a la situación en la **Argentina**¹³⁸, la información provista por la encuesta de FIEL muestra que la reinversión de utilidades, la financiación de proveedores y el crédito bancario son las fuentes de financiamiento más frecuentemente mencionadas por los encuestados con independencia del tamaño de las empresas. La disponibilidad de otras fuentes tales como la emisión de acciones o bonos y el crédito externo es prácticamente inexistente para PYME y depende claramente del tamaño de las empresas, ya que crece significativamente su participación a medida que las empresas son más grandes. Los bancos privados tienden a atender empresas medianas y grandes mientras que los bancos públicos y cooperativos tienen más presencia en los prestatarios pequeños y medianos. Sólo la banca cooperativa tiene una presencia uniforme entre los prestatarios PYME ya que la banca pública parece estar muy concentrada en servir a los tramos medios de la escala de empresas clasificadas por empleo.

Cuando se analiza la cantidad de bancos con que trabaja cada prestatario y el costo de los créditos, la encuesta señala cierta relación entre el tamaño, la cantidad de bancos con que trabaja cada prestatario y el costo del crédito. La evidencia indica, entonces, que las PYME tienen mayores dificultades para acceder al crédito bancario que las grandes empresas. Estas diferencias pueden ser la consecuencia de que una empresa, o proyecto pequeño o mediano, esté más expuesta a la asimetría informativa,

¹³⁸ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS; Resultado de la Consulta Ciudadana : Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores; Lima 2001, páginas 42-44.

en comparación con una empresa grande cuya actividad normalmente es más fácil de evaluar por parte de los banqueros. En segundo lugar, el costo de búsqueda de información suele ser invariable respecto del monto de los créditos, lo que de hecho hace más costoso operar en el mercado de PYME que en los otros mercados de crédito. En tercer lugar, es de esperar que las PYME operen con menos bancos que las otras empresas, porque a pesar de que la cesión de garantías no parece ser tan frecuente como cabría esperar, existen grandes dificultades para utilizar los activos reales como garantía más de una vez, obligando a que la relación crediticia sea con una sola entidad.

Respecto al *mercado de capitales*, la evidencia disponible indica que la participación de sus instrumentos como fuente de financiamiento es limitada, particularmente entre las PYME. En el caso de *Argentina*, la flexibilidad normativa establecida para favorecer las emisiones públicas por parte de las pequeñas y medianas empresas no ha tenido el éxito esperado, debido fundamentalmente a que la información contable de estas empresas en la mayoría de casos no se encuentra en orden. Se ha detectado también gran resistencia por parte de las pyme para exponer sus estados financieros debido a factores impositivos. Así, a enero del año 2001 estaban autorizadas a cotizar 12 obligaciones negociables de pequeñas y medianas empresas, por un monto de US\$ 27,5 millones; de ese total, la inversión de las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensiones ascendía a menos de US\$ 1 millón, en parte debido a que se han registrado varios casos de incumplimiento y a que existe un problema de límites de inversión –no más del 20 por ciento de una determinada emisión– que hace que las inversiones resulten poco atractivas en términos de costos fijos de análisis de inversión, sobre todo considerando que los montos máximos autorizados han sido de US\$ 5 millones.

En *España*¹³⁹, aún cuando el ordenamiento legal ha contemplado la creación de mercados especiales - como el Segundo Mercado - para facilitar la financiación de las pequeñas y medianas empresas, el resultado obtenido con la creación de los Segundos Mercados ha sido poco satisfactorio. En la actualidad funcionan en España los Segundos Mercados de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Bilbao, cuya característica fundamental de regulación es la disminución de los requisitos de admisión de valores. Sin embargo, al 12 de marzo de 2001 se encontraban admitidas a cotización en el Segundo Mercado sólo 23 sociedades, mientras que en el Primer Mercado, eran más de 2 000 las entidades emisoras admitidas a cotización.

Aun en economías con un mercado de capitales muy desarrollado, como ocurre en el **Reino Unido**, el capital de riesgo (*venture capital*) se encuentra prácticamente asignado a grandes proyectos de inversión, con empresas y agentes conocidos que permiten prever razonablemente la eficacia con que emprenderán la innovación.

En el caso de las PYME es bastante complicado acceder a ese mercado, y es aun dificultoso el acceso de inversores normales al capital de la empresa. Este acceso presenta elementos económicos de indivisibilidad significativos.

¹³⁹ MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS; Resultado de la Consulta Ciudadana : Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores; Lima 2001, páginas 42-44.

Así por ejemplo, hay un costo fijo económicamente inevitable en la emisión de acciones y en los informes trimestrales que se constituye en una barrera infranqueable cuando el tamaño se vuelve relativamente pequeño. En ese aspecto, el desarrollo de inversores en pequeñas empresas, que actúen no sólo incorporando capital sino también algún asesoramiento, ha recibido un gran impulso en las iniciativas oficiales como un modo de superar la *equity trap*, incorporar capital humano al proceso organizativo y, sobre todo, potenciar el proceso inicial de creación de nuevas compañías. La idea de los “*Business Angels*” (inversores de riesgo) es interesante para la experiencia comparada por cuanto el problema tiene una generalidad no restringible al contexto institucional británico. Obviamente, ello requiere voluntad para abrir el capital a terceros y un sistema de contabilidad y de responsabilidades legales que minimicen el fraude.

En **EEUU** son muy pocas las PYME de muy alto crecimiento con acceso al mercado público de capitales, y en general los inversores institucionales las eluden debido a que este tipo de inversiones son muy poco líquidas. Además, el acceso a este mercado resulta muy oneroso para la PYME debido a los costos de impresión, abogados, comisiones en las que debe registrarse, etcétera; la oferta de títulos debe ser muy grande – inusualmente grande para una pequeña empresa– para justificar los gastos que implica una IPO (Initial Public Offering en el mercado público de capitales). Esto ocurre aun cuando en los últimos años se han simplificado los requisitos para las PYME; de todos modos, en la práctica el acceso es muy limitado. El problema de financiamiento es más grave todavía para las empresas pequeñas de no muy alto crecimiento, que cuando necesitan grandes inyecciones de capital deciden acudir al mercado público de capitales para vender sus títulos. Durante el auge de estas firmas (las PYME con crecimiento no muy alto) en Wall Street, en 1983, 888 IPO recaudaron US\$ 12.600 millones; sin embargo, sólo cuatro años antes había habido 121 IPO que recaudaron US\$ 459 millones. El boom de 1983 decayó al año siguiente y 529 IPO recolectaron US\$ 3.800 millones. En 1985, la receptividad aumentó nuevamente. Pero las empresas pequeñas saben que, en general, deben recurrir a otras fuentes, y que la reacción de los mercados públicos para obtener capital es muy incierta.

5.2. SISTEMA DE GARANTÍAS Y TIEMPOS DE EJECUCIÓN EN EL PERÚ¹⁴⁰

Si bien es cierto que la lentitud y los costos para constituir y ejecutar una garantía hipotecaria son problemas que afrontan los bancos para otorgar los préstamos hipotecarios, existe el consenso de que la ejecución de la garantía hipotecaria constituye el principal problema que limita considerablemente el desarrollo de este mercado.

¹⁴⁰ SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS, Tiempo de Ejecución de Garantías y su Impacto en el Mercado Crediticio, Febrero de 2002.

El sistema de ejecución de garantías vigente es lento y costoso. Los costos del sistema no sólo se encuentran vinculados con los gastos del proceso judicial de ejecución que necesariamente debe seguirse, sino también al costo de oportunidad que genera el mantener un crédito inmovilizado y la desvalorización de esta garantía por el tiempo transcurrido. Lo costoso y lento de estos procesos se debe a la ineficiencia del Poder Judicial para solucionar prontamente las demandas de ejecución de garantías y, por otro lado, a la mala asignación de los derechos reales, los cuales generan incentivos para que los deudores alarguen la duración de dichos procesos.

En un grupo de encuestas al sector empresarial realizadas por el Instituto Apoyo¹⁴¹, el 90% de las empresas encuestadas señaló que no acudía al Poder Judicial debido a la lentitud de los trámites, siendo éste el factor más importante seguido por la corrupción (53%). Por otro lado, el 80% de encuestados consideró que en el caso de contratos comerciales, la lentitud del Poder Judicial resultaba perjudicial.

Naturalmente, esta percepción del sistema de administración de justicia peruana, hace que los demandantes busquen alternativas extrajudiciales¹⁴² antes de resolver un conflicto por la vía judicial, llegando incluso a estar dispuestos castigar deudas impagas por porcentajes entre 41% y 60%, tal como reportó más del 40% de los entrevistados con deudas superiores a diez mil dólares¹⁴³. En ese sentido, el sistema judicial peruano no estaría cumpliendo completamente las características de un sistema eficiente, lo cual tiene un impacto negativo sobre la eficiencia económica.

Antes de la dación de la Ley de Garantía Mobiliaria (LGM) en el Perú¹⁴⁴, el mecanismo judicial para iniciar un proceso de ejecución de garantías podía durar más de dos años si el deudor decide tomar una actitud beligerante en el juicio. En primer lugar, el deudor puede apelar la resolución del juez extendiendo el proceso judicial hasta en 1 año en que el juicio se resuelve en la Primera Instancia de la Corte Superior. Si el deudor decide volver a apelar, el expediente pasa a Segunda Instancia en donde el proceso tarda entre 6 y 8 meses en resolverse. Finalmente, el deudor puede apelar la decisión de la Corte Superior, llevando el proceso a la Corte Suprema con recurso de casación, lo cual dura en promedio entre 1 y 2 años para un veredicto final. En general, de acuerdo a entrevistas con diferentes personas

¹⁴¹ INSTITUTO APOYO, 1998. Los resultados de la encuesta son similares a los obtenidos en un estudio del Instituto de Estudios Económicos, Sociales y Políticos de Sao Paulo para el caso brasileño.

¹⁴² Principalmente Cámaras de Conciliación, Arbitraje o presión por parte de los abogados.

¹⁴³ El 29% de entrevistados en el caso de deudas entre 5,000 y 10,000 dólares, y 11% cuando la deuda es inferior a 5,000 dólares.

¹⁴⁴ Ley de la Garantía Mobiliaria (LGM), Ley Nº 28677 publicada en el Diario Oficial el Peruano el 01/03/2006. Esta ley entró en vigencia el 30 de mayo de 2006. La LGM pone en marcha un instrumento legal que gira en torno a bienes muebles. Busca facilitar el acceso al crédito, mediante la creación de un sistema único de garantía mobiliaria, integrando todos los tipos de prendas existentes, uniformiza su regulación en materia de constitución, publicidad, prelación y ejecución. Crea un nuevo régimen de garantía real sobre bienes muebles, que sustituye a la prenda. Esta ley ordena el cúmulo de figuras dispersas que regían desde inicios del siglo pasado y modifica el esquema tradicional del Código Civil. La nueva garantía acapara bienes – excepto la hipoteca, que recae sobre inmuebles- todos los pactos de aseguramiento sobre bienes quedan comprendidos en la LGM.

involucradas en la gestión de adjudicaciones bancarias¹⁴⁵, los procesos beligerantes pueden durar en total entre 18 meses y 3 años en promedio¹⁴⁶. En todo ese periodo, la propiedad y el usufructo de las garantías continúan en poder del deudor, lo que origina una desvalorización acelerada de los bienes inmuebles, y la casi pérdida total de valor de bienes muebles (por desaparición total o parcial, o por inoperatividad u obsolescencia).

Ley de Garantía Mobiliaria (LGM).- Ley N° 28677

Las garantías cumplen un rol importante en el desarrollo económico de una sociedad, pues si los agentes económicos no tienen la certeza de que sus créditos serán pagados oportuna y completamente, se desincentivan las operaciones económicas.

Sin embargo, pese a su importancia, nuestra legislación ha sido muy dispersa sobre esta materia.

Con la finalidad de superar este problema, se ha aprobado la Ley N° 28677, Ley de la Garantía Mobiliaria (LGM), publicada en el Diario Oficial el Peruano el 01/03/2006¹⁴⁷. Esta ley concentra la regulación de todas las garantías que se pueden dar sobre bienes muebles para asegurar obligaciones de toda naturaleza, presentes o futuras, determinadas o determinables, sujetas o no a modalidad. Con ello se pretende uniformizar los diversos criterios aplicables a las garantías mobiliarias. En tal sentido, al permitirse que queden afectados en una sola garantía varios bienes y que los mismos puedan venderse rápidamente, se reducen considerablemente los costos de constitución y ejecución de una garantía.

El aspecto más trascendente de la LGM es la creación del Registro Mobiliario de Contratos (RMC), en el cual se inscribirán todos los actos jurídicos que afecten bienes muebles no registrados en un Registro Jurídico de Bienes y que están enumerados en el artículo 32 de esta ley. Dicho registro está conformado por una única base de datos centralizada para todo el país, la cual será administrada y regulada por la SUNARP.

En lo referente a la ejecución de la garantía, establece los pasos a seguir para realizar la venta extrajudicial de los bienes afectados, así como las medidas necesarias para facilitar la toma de posesión de los mismos, ya sea por el acreedor o por el adquirente. Además, resulta novedosa la incorporación de la incautación como mecanismo judicial y policial muy expeditivo para tomar posesión de los bienes afectados.

Esta ley permite que el acreedor adquiera el bien otorgado en prenda como forma de pago de su crédito por el monto de lo debido y con la devolución del saldo que hubiera.

¹⁴⁵ Entrevistas realizadas por los autores en mayo de 2001, a 8 especialistas y funcionarios bancarios encargados de las áreas de adjudicación.

¹⁴⁶ El periodo de 3 años coincide con el estudio llevado a cabo por Gonzalo Ortiz de Zevallos en diciembre de 1997.

¹⁴⁷ Esta norma entró en vigencia a los 90 días de su publicación, esto es, el 30 de mayo de 2006. Dispone la derogación de los artículos 1055 al 1090 del Código Civil, en los que regulaba la prenda, así como los incisos 4, 6 y 9 del artículo 885 y el 1217 del mismo Código. Asimismo, quedan derogadas a partir de la mencionada fecha los incisos c) y d) del artículo 2 de la Ley de creación del Sistema Nacional y Superintendencia de los Registros Públicos, Ley N° 26366, entre otras normas.

Extensión de la Garantía Mobiliaria

Según el artículo 3.2 de la LGM, la garantía mobiliaria comprende, salvo pacto distinto, la deuda principal, los intereses, las comisiones, los gastos, las primas de seguros pagadas por el acreedor garantizado, las costas y los costos procesales, los eventuales gastos de custodia y conservación, las penalidades, la indemnización por daños y perjuicios y cualquier otro concepto acordado por las partes hasta el monto del gravamen establecido en el acto jurídico constitutivo¹⁴⁸.

En ese mismo sentido el artículo 6 de la LGM, sobre la extensión de la garantía mobiliaria, dispone que la garantía mobiliaria tendrá la extensión, en cuanto al bien mueble afectado, que las partes convengan. A falta de pacto, la garantía mobiliaria afectará el bien mueble, sus partes integrantes y accesorios existentes al tiempo de la ejecución y, eventualmente, el precio de la enajenación, el nuevo bien mueble que resulte de la transformación del bien mueble afectado en garantía mobiliaria, la indemnización del seguro que se hubiese contratado y la justipreciada en el caso de la expropiación.

Efecto de la Garantía Mobiliaria en el crédito bancario¹⁴⁹

Como sabemos, la garantía (real o personal), es una institución que está íntimamente vinculada al crédito y nosotros diríamos, más bien, al riesgo que el crédito origina. De no existir riesgo, la garantía carecería de objeto y razón de ser. Como el crédito conlleva riesgo (no hay crédito sin riesgo, menor o mayor, pero está siempre presente), aquel riesgo consistente en que la contraparte incumpla (riesgo de crédito) con la obligación asumida, ha determinado que a lo largo de la historia y de las legislaciones se haya buscado fórmulas de las más diversas para reducir ese riesgo siempre presente en toda operación crediticia.

(...) Un buen sistema de garantías debe prever una fácil constitución y una ágil ejecución del bien gravado. De no ser así, no tiene sentido ni utilidad.

Entre las modificaciones más importantes se tienen:

- a) Se reestructura el actual régimen complejo de prendas sustituyéndolo por las garantías mobiliarias y unificando en un solo sistema de Garantías y Contratos.
- b) Se elimina la calificación de ciertos muebles como “inmuebles”, cuyo único propósito era hacer que estos bienes sean objeto de hipoteca y no de prenda que, desde el Derecho Romano y por razones de publicidad, impone la desposesión, impidiendo que el constituyente haga uso del bien gravado.
- c) En materia de ejecución, se mantiene la ejecución extrajudicial en un proceso convencional, la cual ya existía conforme al derogado artículo 1069 del CC. Pero, además, introduce una nueva forma de ejecución

¹⁴⁸ El artículo 3.2 de la LGM sigue la línea del artículo 1107 del Código Civil, pero con otros añadidos, como el pacto en contrario y que la cobertura no supera el monto del gravamen. El pacto puede discriminar dichos conceptos y solo garantizar la obligación principal. También podría comprender otras obligaciones no señaladas en la norma, como por ejemplo, las obligaciones tributarias que soporta el bien y que el acreedor hubiera pagado o cualquier otra. Con relación al monto del gravamen sostiene que es el punto máximo para la extensión de la garantía con relación al crédito.

¹⁴⁹ Revista ACTUALIDAD JURÍDICA N° 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Efectos de la Garantía Mobiliaria en el Crédito Bancario, Artículo de Rolando Castellares Aguilar, páginas 17-22.

extrajudicial mediante la designación de un representante del constituyente; manteniendo, por otro lado, la posibilidad de una ejecución judicial. A ello, se agrega la posibilidad de pactar la apropiación del bien por parte del acreedor.

- d) Un cambio muy importante constituye la posibilidad de pactar la apropiación del bien afectado por el acreedor, lo que en la doctrina se denomina “pacto comisorio” y que muchos se resistían a admitir, sin pensar en las ventajas que tiene este pacto para el deudor. El argumento de los detractores es la posibilidad o riesgo de que algún acreedor deshonesto se apropie a precio vil del bien, por lo que se considera que es mejor prohibirlo, cuando lo que se debe hacer es impedir que se den esos abusos de parte de algún acreedor.
- e) Propugna la inscripción registral de la garantía mobiliaria en todas sus modalidades, para lograr su validez erga omnes¹⁵⁰.
- f) Fomenta la inscripción de actos distintos a garantías sobre bienes muebles, por lo que válidamente podemos afirmar que el nuevo sistema registral no es solo de garantías, sino también de contratos referidos a bienes muebles, se trata entonces de un sistema registral también de contratos (Registro de Contratos Mobiliarios).

Ejecución de la Garantía Mobiliaria¹⁵¹

Producido el incumplimiento del deudor –del cual dejará constancia el acreedor garantizado mediante carta notarial dirigida al deudor y al representante y, en su caso, al constituyente- el acreedor garantizado podrá proceder a la venta del bien mueble afectado en garantía mobiliaria, después de transcurridos tres días hábiles de recibida la carta notarial.

En efecto, una vez resulte exigible la obligación garantizada y conforme a lo dispuesto en el artículo 40 de la LGM, el acreedor garantizado puede proceder a la venta del bien mueble afectado en garantía extrajudicialmente, es decir, en la forma establecida en la ley o en el acto constitutivo de la garantía o excepcionalmente, si existiera pacto o hubiese transcurrido 60 días desde la comunicación notarial –al deudor, al constituyente y al representante- y el bien no se hubiese vendido, con arreglo al Código Procesal Civil.

Debe precisarse que, las partes pueden pactar la forma de ejecución de la garantía mobiliaria, teniendo presente que no podrá venderse el bien a un precio menor a las dos terceras partes del valor pactado o en su defecto, del valor comercial al tiempo de venta y que si existiesen gravámenes anteriores, el representante deberá consignar el importe total ante el juez especializado en lo civil y depositar el saldo si se trataran de gravámenes posteriores.

¹⁵⁰ En adelante, las garantías sobre muebles que no tengan inscripción registral no tendrán seguridad plena, por lo que resultará casi imprescindible registrarlos para oponer derechos sobre muebles.

¹⁵¹ Revista ACTUALIDAD JURÍDICA Nº 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Aspectos Registrales de la Ley de Garantía Mobiliaria, Artículo de Luis Alberto Aliaga Huaripata, páginas 23-30.

5.3 EL MARCO LEGAL PARA GARANTIZAR OBLIGACIONES CREDITICIAS¹⁵²

La diferencia entre la tasa de interés *prime*¹⁵³ y la tasa de interés activa para créditos a las pymes, surge de la incapacidad de la pyme típica latinoamericana de obtener una ventaja real a través de un crédito con garantía de bienes. La pyme típica en Estados Unidos obtiene una gran concesión porque el típico préstamo pequeño es concedido con bienes en garantía real. A su vez, los prestamistas encuentran gran confort al tomar bienes en garantía. En Estados Unidos, el 82% de los préstamos por debajo de los \$100.000 son créditos con garantía real; 96.5% de los créditos a un año, clasificados "sin riesgo" son con garantía real sobre bienes.

En América Latina, sin embargo, las pymes no pueden ofrecer bienes en garantía de manera económicamente aceptable para los prestamistas. Este problema surge enteramente de diferencias en las leyes que gobiernan el uso de bienes como garantía de créditos - el marco de garantías reales.

Los prestamistas privados sólo prestan cuando conocen que el crédito será pagado.

A través de los años, los mercados de créditos han desarrollado dos sistemas exitosos de préstamos: los préstamos sin garantía real (o quirografarios, o a sola firma), y los préstamos con garantía real.

Los créditos sin garantía real se sustentan en la reputación del prestatario y en la evaluación que el prestamista hace sobre la demanda de crédito que ese prestatario necesitará en el futuro. Los créditos con garantía real de bienes, recaen, además, en la capacidad del prestamista de poder tomar posesión y vender un bien en garantía para pagar el crédito en mora.

Ambos sistemas reflejan una lógica económica y ambos tratan de atender tres características del mercado de crédito: selección adversa, riesgo moral, información asimétrica y riesgo que no puede asegurarse.

A medida que el mismo prestatario necesita un crédito de mayor envergadura, un bien en garantía va a atender mejor estos problemas del mercado de créditos. Sin embargo, las pymes latinoamericanas no pueden graduarse a obtener fácilmente créditos con garantía real sobre sus bienes, porque, como se explica seguidamente, los bienes de las pymes no pueden emplearse como buenas garantías bajo las leyes latinoamericanas.

La presencia de un buen entorno legal para garantizar créditos con bienes, explica por qué los negocios pequeños y medianos en los Estados Unidos pueden obtener crédito bajo términos cercanos al de las empresas grandes. Las pymes estadounidenses usualmente pueden obtener crédito bajo los términos siguientes:

¹⁵² Revista de Bancos y Empresas, Editorial Depalma, Argentina; Marco Legal e Institucional de Garantías Reales Mobiliarias en Países de la Región; Nuria de la Peña.

¹⁵³ Se denomina **PRIME RATE** a la tasa o tipo de interés preferencial. Del inglés *prime*, primera o principal y *rate*, tasa o tipo. Es la tasa de interés que los bancos de los Estados Unidos cobran a sus mejores clientes. Son conocidos internacionalmente los de los principales bancos americanos por su influencia indirecta en la cotización del dólar y en las principales monedas, así como en las tasas de interés de otros países. Suele utilizarse alternativamente con el LIBOR.

En el caso de préstamos sin garantía real o quirografarios (a sola firma) pueden pedir prestado un monto equivalente al 50% de sus ingresos, pagando una tasa de interés cerca de 6 a 8 puntos de porcentaje arriba de la tasa de interés que paga el gobierno en sus títulos de deuda, y tomar dos a cuatro años de plazo para pagar el préstamo. Las pymes que ofrecen bienes en garantía pueden obtener términos mucho mejores. Aún cuando no sean dueñas de bienes inmuebles, pueden pedir prestado un monto equivalente a un año de sus ingresos, pagar una tasa de interés de sólo 3 – 8 puntos de porcentaje arriba de la tasa de interés que paga el gobierno en sus títulos de deuda, y tomar cuatro a seis años de plazo para pagar el préstamo. Si su flujo de caja alcanza a pagar la cuota mensual, ellas pueden pedir prestado un monto equivalente al 75% o 100% del valor de mercado del bien en garantía. Las pymes que pueden ofrecer bienes inmuebles como garantía – la casa del dueño del negocio, por ejemplo - pueden obtener términos aún más favorables: pueden obtener préstamos equivalentes a tres o cuatro veces sus ingresos anuales, pagar tasas de interés 4 a 5 puntos de porcentaje arriba de la tasa de interés que paga el gobierno en sus títulos de deuda, y tomar 15 a 30 años de plazo para pagar. Pueden obtener préstamos hasta un monto que alcanza 80 a 95% del valor de mercado del bien en garantía.

Los prestamistas latinoamericanos responden de la misma manera respecto al entorno para garantizar créditos.

Recientemente, un banco conocido cobraba 28% en dólares en créditos hasta 3.000 dólares a grupos solidarios y a un plazo de 5 años. Ofrecía mejores términos de créditos para los préstamos con garantía. Al mismo tiempo, cobraba 20.4% en los préstamos hasta \$30.000 dólares a cinco años, cuando el prestatario ofrecía vehículos en garantía prendaria. Cobraba 18% en los créditos hipotecarios de primer grado para sumas hasta \$100.000, a pagar en 10 años de plazo, y con la garantía de hipoteca de un bien inmueble. Esto es, ofrecía 10 a 30 veces más crédito, a 2/3 de la tasa de interés, cuando el prestatario daba un bien en garantía.

El poder del bien en garantía funciona de la misma manera en Estados Unidos que en América Latina. Una mejor garantía produce tasas de interés más bajas, períodos de pago más largos y sumas de crédito mayores con relación al ingreso y flujo de caja del prestatario. El problema que surge para las pymes latinoamericanas, como se explica mas adelante, es que su entorno legal no permite que muchos bienes puedan servir de garantía de créditos de manera económicamente eficiente. Este límite para obtener créditos con garantías de bienes aumenta directamente los costos del crédito con garantía real. Indirectamente, aumenta también los costos de los créditos pequeños sin garantía real, a como se explica en los puntos siguientes.

5.4. EL ENTORNO LEGAL PARA LAS GARANTÍAS REALES

5.4.1 DE QUÉ MANERA AFECTA LOS CRÉDITOS CON GARANTÍA REAL DE BIENES¹⁵⁴

La mayoría de las pymes trabajan en negocios en los cuales los bienes muebles comprenden la mayoría de sus bienes de capital. Los comerciantes mayoristas y minoristas, por ejemplo, invierten principalmente en inventario para venta. Las compañías de construcción tienen generadores, camiones, equipo eléctrico e inventario de partes. Los artesanos tienen inventarios de materiales y productos terminados. Los operadores de restaurantes tienen equipos de cocinas, refrigeradores y muebles. Asimismo, estos negocios comúnmente quieren comprar estos bienes a crédito de un distribuidor o mayorista. La posibilidad de adquirir este equipo es central para el desarrollo de su negocio y su crecimiento. Todos ellos tienen también cuentas por cobrar que esperan les sean pagadas.

Típicamente, estos negocios operan en establecimientos alquilados. Como no son dueños de sus bienes inmuebles no pueden darlos en hipoteca. Aún cuando algunas pymes son dueñas de propiedades inmuebles, su estrategia de negocios y su demanda de crédito típicamente requiere financiar mayor cantidad de bienes muebles con relación a un capital fijo de propiedades inmuebles. Por consiguiente, las pymes usualmente sólo pueden ofrecer *bienes muebles* como garantía. Asimismo, las pymes también pueden tratar de comprar a crédito el equipo o inventario que necesitan, ofreciendo los mismos equipos o inventario comprados a crédito como garantía de su misma compraventa.

Sin embargo, los prestamistas privados en América latina por lo común no aceptan bienes muebles en garantía. Tampoco los distribuidores de equipos y maquinaria aceptan los equipos y maquinaria como garantía de su misma compraventa. Algunas veces se observan excepciones para aquellos prestatarios que pueden mostrar que son dueños de bienes inmuebles, pero esto no es un estándar común.

Muchos elementos del entorno legal para garantizar créditos en América Latina se combinan para que los prestamistas y los vendedores a crédito privados se comporten de esta manera.

Primero, la ley no prevé una manera simple y barata para **constituir** una garantía real contra un bien del prestatario. En cambio, grandes lagunas legales en las leyes de garantías reales excluyen a ciertos prestamistas, operaciones financieras, tipos de bienes y prestatarios. Altos costos de notarios otras veces llegan, de hecho, a limitar completamente el uso de muchas figuras de financiamiento.

Segundo, el marco legal no establece claramente una graduación del rango de **prioridad** de los diferentes acreedores contra los bienes de un deudor: Los acreedores con diferentes contratos de garantía, y los acreedores con embargos o privilegios especiales por ley, litigan muchas veces por años respecto a su prioridad de cobro. Esta incertidumbre legal hace que bienes con alto valor de compraventa

¹⁵⁴ CEAL - Center for the Economic Analysis of Law Washington D.C. (Centro para el Análisis Económico de Leyes); Las Pequeñas y Medianas Empresas y sus garantías; páginas 3-4.

en el mercado, se conviertan en bienes casi sin valor como garantía para los prestamistas.

Tercero, los registros primitivos limitan el sistema de **publicidad** de garantías y gravámenes que puedan existir contra los bienes de un prestatario. Esto hace imposible que los prestamistas puedan determinar con certeza el rango de prioridad de un gravamen de garantía.

Finalmente, la **ejecución** de bienes en garantía de créditos es lenta y cara. Solamente la toma de posesión de bienes en muchos países demora de dos a tres años; los prestamistas conocen que estos plazos exceden el tiempo de la vida económica de la mayoría de los bienes muebles que las pymes pueden ofrecer en garantía de un préstamo, o de una compraventa a crédito.

Una vez recuperada la posesión, la venta del bien en garantía requiere aún de más procesos judiciales complicados. Al fin de cuentas, estas leyes procesales colocan a la mayoría del producido de la venta del bien en garantía, en manos de tasadores, martilleros, abogados y auxiliares judiciales.

Aún figuras de garantía real híbridas en jurisdicciones de Código Civil, como el *leasing*, el fideicomiso financieros, y la venta con retención del título de propiedad, no alcanzan a resolver el problema de ejecución. Si bien pueden obviar el proceso de venta judicial, no pueden obviar el primer paso de emplear leyes procesales engorrosas para recuperar judicialmente la posesión del bien arrendado o fideicometido de manos del deudor.

En América Latina, con estas características, las leyes hacen que muchos bienes, que de otra manera serían valiosos, en cambio no tengan valor como garantía de préstamos.

Para aquellas pocas pymes afortunadas cuyos dueños son propietarios de bienes inmuebles, el entorno legal latinoamericano ofrece aún mayores dificultades. En la mayoría de los países de América latina, las figuras legales de garantía para bienes inmuebles no van más allá de la hipoteca. La hipoteca es una figura de garantía cara. Los costos de constitución de una hipoteca pueden representar una alta fracción del valor de mercado de propiedades pequeñas y hacer prohibitivo el costo total de los fondos prestados con una hipoteca.

En general, todas las leyes hipotecarias en América latina exigen que el bien inmueble se encuentre titulado por el gobierno, aún cuando los ocupantes tengan derechos legales de ocupación y posesión. Por consiguiente, el ocupante/dueño no puede obtener una hipoteca sobre su propiedad.

Serían más apropiadas otras figuras de garantías reales que puedan gravar en garantía bienes inmuebles sin título de propiedad, o inmuebles que van a recibir

título en el futuro, o derechos de uso o usufructo. Sin embargo, el marco legal no ha desarrollado estas características más modernas sobre garantías reales.

Todos estos bienes descritos arriba serían aceptables como garantía para los prestamistas del sector formal en Estados Unidos. ¿Qué limita que los prestamistas formales de América Latina hagan lo mismo y tomen estos bienes como garantía en

la misma manera?. La respuesta es simple: Mientras que las figuras de garantía normadas en la legislación parecerían permitir todo esto, la operación económica de estas leyes no lo hace. No importa que una ley de prenda permita que un productor agrícola pueda gravar en garantía prendaria un tractor, si al mismo tiempo la ley establece un proceso de prenda bajo el cual en realidad no se permite que el acreedor pueda recuperar el valor del tractor en caso de incumplimiento. ¿El resultado?. El valor de los bienes de capital de una pyme norteamericana puede gravarse en garantía y permitir acceder a crédito. El valor de los bienes de capital de una pyme latinoamericana no lo hace.

5.4.2 DE QUÉ MANERA AFECTA LOS CRÉDITOS SIN GARANTÍA REAL¹⁵⁵

Los créditos a sola firma o sin garantía son el único sustituto de los créditos con garantía real de bienes. América latina ha progresado mucho en la promoción de los sistemas de crédito sin garantía. A los prestamistas de pymes se les han promovido una gran variedad de ideas que en muchos casos ha expandido el acceso a crédito enormemente.

El crédito sin garantía puede reemplazar al crédito con garantía en el caso de créditos pequeños. Sin embargo, no puede reemplazar la necesidad de un marco de garantías para los préstamos que, a su vez, tengan como finalidad financiar fondos para el otorgamiento de mayores créditos pequeños. En estos supuestos, es necesario un entorno legal de garantías reales. Así, el crédito sin garantía en América latina se beneficiaría enormemente si estos países contasen con una legislación reformada para los créditos con garantía real. ¿Por qué es esto?.

Un crédito sin garantía, como una compraventa a plazos o un préstamo pequeño de una casa de empeño o una cooperativa, es, en sí mismo, un bien. En América Latina encontramos muchos vendedores y prestamistas que tienen buenas carteras de estos créditos pequeños. Bajo un marco legal reformado para las garantías reales, tales carteras de créditos pueden ser objeto de garantía real mobiliaria flotante para obtener préstamos. Si tales operaciones fueran posibles bajo las leyes latinoamericanas, los prestamistas pequeños y los negocios que venden a crédito podrían obtener fondos de otras fuentes a tasas comerciales. Ellos podrían bajar sus costos y expandir sus operaciones sustancialmente.

Esto no es un sueño. American Express en Estados Unidos, para tomar un ejemplo entre muchos, extiende crédito diariamente a miles de pequeños prestatarios. No tiene un banco que toma depósitos del público para financiar estos créditos. En cambio, usualmente financia sus operaciones llevando instrumentos comerciales de deuda a prestamistas privados, bancos y el mercado de valores. Estos instrumentos de deuda se encuentran garantizados con garantía real mobiliaria flotante sobre su cartera de miles de créditos pequeños sin garantía.

¿Por qué los prestamistas latinoamericanos no pueden hacer lo mismo?. Porque, en América Latina, el marco legal en no permite constituir una garantía real

¹⁵⁵ CEAL - Center for the Economic Analysis of Law Washington D.C. (Centro para el Análisis Económico de Leyes); Las Pequeñas y Medianas Empresas y sus garantías; páginas 5-6.

mobiliaria flotante sobre una cartera de créditos. Cuando lo permite, es a través de figuras de prenda, cesión de créditos, o descuento de pagarés, letras o facturas, que no ofrecen la misma manera segura y barata de financiamiento que los medios técnicos que contemplan las leyes más modernas.

Tampoco son solamente los prestamistas pequeños los que sufren de este problema legal. Los distribuidores y los vendedores de insumos también proveen importantes sumas de crédito a las pymes. Los distribuidores comúnmente proveen treinta días de capital de trabajo. Esto es, en la forma de ventas de mercadería a pagar a treinta días de plazo.

Estas compraventas a crédito son, en sí mismas, bienes. Los distribuidores en Estados Unidos pueden emplear su cartera de estas cuentas por cobrar como garantía para un crédito con un prestamista del sector formal. De esta manera, pueden financiar estas extensiones de crédito. Además, como estos créditos se encuentran garantizados contra la cartera, pagan tasas de interés entre *prime* y la tasa de interés hipotecaria. Así, compiten y se ubican como importantes fuentes de fondos para las empresas. Como resultado, el extender crédito se convierte en un arma de ventas importante para el distribuidor, y en una manera lucrativa de evitar los cargos de las tarjetas de crédito.

Los distribuidores en América latina, sin embargo, no encuentran estas oportunidades. Mientras que los abogados locales aseguran que existen tales figuras de garantía, en verdad, esto es una postura de interés académico. En realidad, ninguna figura legal de garantía permite de hecho una manera simple, barata y segura para gravar en garantía de préstamos a las carteras de cuentas por cobrar y otras carteras de créditos pequeños. Así, las limitaciones de crédito que enfrentan los distribuidores y vendedores mismos, restringe un canal de crédito prometedor para las pymes.

CAPÍTULO**6****PROPUESTA NORMATIVA****6.1. FUNDAMENTACIÓN**

Que la necesaria modificación de nuestra Ley del Mercado de Valores, proviene de tomar en consideración las circunstancias siguientes:

- En primer lugar, mediante la sexta Disposición Transitoria y Final sobre Promoción del Desarrollo del Mercado de Valores¹⁵⁶, se dispuso que con Decreto Supremo refrendado por el Ministerio de Economía y Finanzas, se podrían establecer excepciones a los requisitos de inscripción del valor y registro del prospecto en el RPMV, la obligación de contar con un agente colocador, entidad estructuradora o en su caso de representante de obligacionistas, en los supuestos en que el plazo de emisión sea corto o el monto de la emisión no sea elevado o

¹⁵⁶ Ley N° 27649 de fecha 23.01.2002 - Ley que modifica la Ley del Mercado de Valores.

según el tipo de valor de que se trate o las características del emisor o las naturalezas de las garantías que se establezcan u otras circunstancias similares, siempre que tales requerimientos resulten innecesarios o impongan costos injustificados al financiamiento vía la oferta de valores.

- Esta disposición resulta preocupante ya que los criterios para establecer las situaciones de excepción deben estar expresamente establecidos en una norma para que no surja alguna duda frente a la excepción señalada y ésta se considere como tal.
- Con la finalidad de incorporar nuevas medianas empresas al mercado primario de valores como principal alternativa de financiamiento, es necesario establecer algunas excepciones en forma expresa a los requisitos de inscripción del valor que será objeto de OPP y registro del prospecto informativo en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), cuando se trate de emisión de bonos corporativos por montos inferiores a los 5 millones de dólares.
- Con esta modificación a la LMV, se dará la posibilidad de eliminar, la necesidad de la intervención de una entidad estructuradora. En lugar de exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo, simplemente bastaría que se limite a contratar los servicios de una sola empresa clasificadora de riesgo, cuando el monto de emisión sea inferior a los 5 millones de dólares, lo que permitiría abaratar el costo de emisión.
- Si bien es cierto, al exigir 2 empresas clasificadoras de riesgo, se trata de proteger al inversionista, pero esta exigencia se puede flexibilizar únicamente cuando el monto de emisión de los bonos corporativos sea inferior a los 5 millones de dólares.
- En ese sentido, cuando el monto a emitir a través de bonos corporativos sea inferior a los 5 millones de dólares resulta suficiente con reforzar la entrega de los prospectos informativos al inversor, quien conocería que esa emisión no cuenta con clasificación y que asumiría todo el riesgo por su inversión.
- Finalmente, la aplicación de un régimen especial, experimentaría un efecto positivo sobre los costos de emisión.

6.2. PROPUESTA

Con el fin de promover la incorporación de nuevos emisores al Mercado Primario de Valores, con especial énfasis en la mediana empresa, se sugiere sustituir los siguientes artículos de la Ley del Mercado de Valores:

Título III: Ofertas Públicas de Valores

Capítulo I: Disposiciones Generales

Dice:

Art. 50.- Intermediario.- En las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127 y en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión.

Debe decir:

Art. 50.- Intermediario.- En las ofertas públicas de valores es obligatoria la intervención de un agente de intermediación, salvo en los casos contemplados en los artículos 63 y 127, en la colocación primaria de certificados de participación de los fondos mutuos y los fondos de inversión y en la colocación primaria de bonos corporativos cuando se trate de un monto de emisión inferior a los US\$ 5 millones de dólares (su equivalente en UIT).

Título III: Ofertas Públicas de Valores

Capítulo II: Oferta Pública Primaria

Dice:

Art. 55.- Sin perjuicio de lo expresado en el artículo anterior, CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, puede exceptuar en todo o en parte del cumplimiento de los requisitos establecidos en el artículo anterior respecto de determinadas categorías de colocaciones. A tal fin, toma en cuenta la naturaleza del emisor, los valores a emitirse, la cuantía de la emisión, el número de los inversionistas a los que ésta va dirigida, las especiales características que revistan u otras circunstancias que estime justificadas.

Debe decir:

Art. 55.- Sin perjuicio de lo expresado en el artículo anterior, cuando se trate de ofertas públicas primarias de bonos corporativos inferiores a los 5 millones de dólares (su equivalente en UIT), sólo será necesario la exigencia de una empresa clasificadora de riesgo.

Dice:

Art. 56.- Prospecto informativo.- El PI deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas:

.....

Inciso “d” Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del PI: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.

Debe decir:

Art. 56.- Prospecto informativo (PI).- El PI deberá contener toda la información necesaria para la toma de decisiones por parte de los inversionistas:

.....

Inciso “d” Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del PI, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.

Título X: Empresas Clasificadoras

Capítulo II: Procedimientos de clasificación

Dice:

Primer párrafo

Art. 280.- Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Asimismo, deberán clasificarse los valores representativos de deuda cuando sean objeto de oferta pública secundaria. En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa. CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, podrá establecer excepciones a la obligación antes señalada, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora.

Debe decir:

Primer párrafo

Art. 280.- Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos clasificadoras, independientes entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. En las ofertas públicas primarias de bonos corporativos se deberá contratar los servicios de una sola empresa clasificadora de riesgo, cuando el monto de emisión sea inferior a los 5 millones de dólares. En los demás casos, la clasificación de riesgo es facultativa. CONASEV, mediante disposiciones de carácter general, podrá establecer excepciones a la obligación antes señalada, o que la misma se limite a contratar los servicios de una sola clasificadora.

.

CONCLUSIONES

1. El Mercado de Valores Peruano como alternativa de financiamiento se caracterizó por un dinamismo creciente durante los años 2003-2008 en términos de Oferta Pública Primaria y por el reducido número de medianas empresas emisoras que se incorporaron a este mercado. De las 48 empresas que colocaron ofertas públicas primarias, sólo 04 son consideradas medianas empresas, las que emitieron bonos en siete oportunidades. Al mes de diciembre del año 2008, las colocaciones de ofertas públicas primarias fueron de US\$ 371,231 en dólares y S/. 2,961,280 en soles. El instrumento más utilizado como alternativa de financiamiento fue la emisión de bonos corporativos.
2. El marco legal e institucional tiene incidencia en el costo de emisión de las empresas que acceden al Mercado Primario de Valores como alternativa de financiamiento. Se ha establecido en la investigación, que la mayoría de los componentes de los costos que una empresa emisora debe asumir en el Mercado Primario de Valores son considerados fijos. En tal sentido, con la normativa vigente, para que una emisión de bonos corporativos resulte con menor costo financiero se requiere un monto mínimo de emisión de US\$ 10,233,482 dólares, lo que implica un costo efectivo anual aproximado de 9.11%. Asimismo, la actual LMV hace inviable económicamente las ofertas públicas primarias de montos pequeños, ya que establece costos fijos a las emisiones de bonos corporativos.
3. Nuestra legislación es inflexible en lo referente a los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores. De acuerdo con el análisis realizado, los principales requisitos que elevan los costos de emisión de las medianas empresas de bonos corporativos se encuentran establecidos en los artículos 50, 56 y 280 de nuestra Ley del Mercado de Valores (D.Leg. Nº 861) y son: a) la obligación de contar con una entidad estructuradora o agente colocador, b) la obligación de contar con dos clasificadoras de riesgo. Ambos se caracterizan por imponer costos fijos a las emisiones de bonos corporativos.
4. Se determinó que la flexibilización de los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores posibilita la reducción de costos. El análisis actuarial de los costos de emisión de bonos corporativos asumiendo la flexibilización normativa –en lugar de exigir dos empresas clasificadoras de riesgo, simplemente bastaría que se limite a contratar los servicios de una sola empresa y la eliminación de la necesidad de contar con una entidad estructuradora o agente colocador- permitió estimar el monto de una emisión de bonos corporativos por US\$ 4,989,031 dólares lo que implicaría un costo efectivo anual aproximado de 8.75%. Este monto resultaría atractivo y más accesible para una mediana empresa que prefiera endeudarse en el Mercado Primario de Valores. En el Perú existen 1400 medianas empresas potenciales con posibilidades de acceder a este financiamiento.

RECOMENDACIONES

1. Es necesario adecuar a las exigencias del mercado, La Ley del Mercado de Valores y Normativas de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, y de la Bolsa de Valores de Lima. Actualmente, dificultan la participación de las medianas empresas, por lo que para su inclusión en dicho mercado se requiere hacer cambios en los requisitos exigidos a las Ofertas Públicas Primarias.
2. Con la finalidad de incorporar nuevas medianas empresas al mercado primario de valores como alternativa de financiamiento se deberían Flexibilizar algunos de los requisitos a los cuales se encuentran sujetas las Ofertas Públicas Primarias de Valores (OPP). Sería recomendable *establecer algunas excepciones para las medianas empresas en los casos de emisiones de bonos corporativos inferiores a los 5 millones de dólares (su equivalente en UIT), eliminar la obligación de contar con una entidad estructuradora y en lugar de exigir dos empresas clasificadoras de riesgo limitarse a una.*
3. Para que una mediana empresa pueda emitir bonos es aconsejable el cumplimiento de ciertos parámetros como trayectoria, prestigio, solidez, situación económica-financiera óptima. Igualmente, es muy importante tomar en cuenta la relación que existe entre *Emisor-Estructurador*, para saber el momento oportuno de salir al mercado y de esa manera ser más eficientes.

BIBLIOGRAFÍA

1. ARIAS-SCHREIBER PEZET Max; Contratos Modernos; Tomo II, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 1997.
2. ARIAS-SCHREIBER PEZET Max – GUTIÉRREZ Walter; La Técnica Contractual; Tomo III, Editorial Gaceta Jurídica, Lima 1997.
3. BEAUMONT GALLIRGOS Ricardo – CASTELLARES AGUILAR Rolando; Comentarios a la nueva ley de Títulos Valores; Editorial Gaceta Jurídica, Lima 2000.
4. BOLOÑA BEHR Carlos, Cambio de Rumbo; Sexta edición, Edit. E Imp. Vargas S.A., Publicación del Instituto de Economía de Libre Mercado, 252 páginas, Lima 1995.
5. BREALEY Richard - MYERS Stewart - MARCUS Alan, Fundamentos de Finanzas Corporativas; Editorial McGraw-Hill, 776 páginas, España 1 996.
6. BROSETA PONT, Manuel. Manual de Derecho Mercantil. Editorial Tecnos. Madrid 1983.
7. CASTELLARES Rolando – DÍAZ Enrique – ROCCA Lilian – VARGAS Julio, El ABC del Mercado de Capitales; Universidad San Ignacio de Loyola, 165 páginas, Lima 1998.
8. COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES, Memorias 2003-2008.
9. COSTA Luis - FONT Monserrat, Nuevos Instrumentos Financieros en la Estrategia Empresarial, Segunda edición, Editorial ESIC, 531 páginas, Madrid 1 992.
10. DIETERICH STEFFAN Heinz, Nueva Guía para la Investigación Científica, Fondo Editorial UCH, 221 páginas, Lima 2008.
11. FABOZZI Frank - MODIGLIANI Franco - FERRI Michael, Mercados e Instituciones Financieras; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 698 páginas, México 1996.
12. FARINA Juan M.; Contratos Comerciales Modernos; Segunda Edición, Editorial Astrea, Ciudad de Buenos Aires, 830 páginas, 1997.
13. FERNÁNDEZ BACA Jorge, Teoría y Política Monetaria, Primera edición, Universidad del Pacífico, Lima 2008.
14. FRANK Robert H, Microeconomía y Conducta; Editorial McGraw-Hill, 796 páginas, España 1 992.

15. FUNDACIÓN DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS LATINOAMERICANAS, Las Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina, Buenos Aires 1996.
16. GARCÍA KILROY, Catiana. Apuntes para la Liquidación de Valores, San José, Costa Rica, 1998.
17. GARRIGUES, Joaquín. Curso de Derecho Mercantil. Tomo III. Editorial Temis. Bogotá, Colombia, 1987.
18. GRADOS Pedro - CHÁVEZ Tatiana - ZÚÑIGA Magaly, La Bolsa principios básicos; Tercera edición, Universidad de Lima, 192 páginas, Lima 1994.
19. ICE BRASIL, Nuevas Finanzas para el Desarrollo de las Pequeñas y Medianas Empresas Brasileñas y Latinoamericanas. Noviembre 2003.
20. KEIL ROJAS Roberto, Lecciones de Derecho Monetario; Segunda edición, Rentería Editores SAC, 287 páginas, Lima 2004.
21. LEY DEL MERCADO DE VALORES, Decreto Legislativo N° 861. Fecha 22/10/1996.
22. LEY DE TÍTULOS VALORES, Ley N° 27287. Fecha 19/06/2000.
23. LEY GENERAL DE SOCIEDADES, Ley N° 26887. Fecha 09/12/1997.
24. LEY GENERAL DEL SISTEMA FINANCIERO Y DEL SISTEMA DE SEGUROS Y ORGÁNICA DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS, Ley N° 26702. Fecha 09/12/1996.
25. LÓPEZ Rafael – SOUSA Lorenzo, Banca de Inversión en el Perú; Publicaciones Universidad de Piura, 288 páginas, Piura 1996.
26. MACROCONSULT, Desarrollo de Mecanismos que faciliten el acceso de nuevos emisores al Mercado de Valores; Estudio realizado en el mes de setiembre de 2004.
27. MASCAREÑAS Juan – CACHÓN José E., Activos y Mercados Financieros: Las Acciones; Ediciones Pirámide S.A., 206 páginas, Madrid 1996.
28. MÉNDEZ ÁLVAREZ Carlos Eduardo, Metodología; Cuarta edición, Editorial McGraw-Hill, 357 páginas, Colombia 2006.
29. MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de Consulta Ciudadana: Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores; 116 páginas, Lima 23 de mayo de 2001.
30. MOCHON MORCILLO Francisco - ISIDRO APARICIO Rafael, Diccionario de Términos Financieros y de Inversión; Editorial McGraw-Hill, 414 páginas, España 1995.
31. MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando; Derecho Comercial Tomo II; Undécima Edición Actualizada, Editora Jurídica Grijley E.I.R.L., Lima 2004.

32. MONTOYA MANFREDI Ulises – MONTOYA ALBERTI Ulises – MONTOYA ALBERTI Hernando; Comentarios a la Ley de Títulos Valores; Editora Jurídica Grijley, Lima 2005.
33. MONTOYA ALBERTI Hernando (coordinador de Tomo II); Tratado de Derecho Mercantil Tomo II; Gaceta Jurídica, Lima 2004.
34. NORIEGA NAIRN Fernando, La Bolsa de Valores, Instituciones e Instrumentos del Mercado de Valores Peruano, Primera edición, Universidad de San Martín de Porres, 236 páginas, Lima 1 998.
35. NORTH C. Douglass, Instituciones, Cambio Institucional y Desempeño Económico; Primera edición en español, Editorial Fondo de Cultura Económica, 190 páginas, México 1993.
36. PERÚ:THE TOP 10,000 COMPANIES, Las Top 10,000 del 2007; Perú Top Publications SAC., Lima 2008.
37. PRO CAPITALES, Manual del Mercado de Capitales, Gráfica Lima S.A.
38. REVISTA ACTUALIDAD JURÍDICA Nº 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Efectos de la Garantía Mobiliaria en el Crédito Bancario, Artículo de Rolando Castellares Aguilar, páginas 17-22.
39. Revista ACTUALIDAD JURÍDICA Nº 148 – Marzo 2006, Edición de GACETA JURÍDICA, Aspectos Registrales de la Ley de Garantía Mobiliaria, Artículo de Luis Alberto Aliaga Huaripata, páginas 23-30.
40. REVISTA DE DERECHO THEMIS 40, La Oferta Pública Primaria de Valores; páginas 71-85. Piaggio Torre Tagle Ezio.
41. REVISTA DE LA CEPAL: Micro, pequeñas y medianas empresas en América Latina; Abril de 2003.
42. REVISTA IBEROAMERICANA DE MERCADOS DE VALORES Nº 6, Tema: El Mercado de Valores como Fuente Alternativa de Financiamiento para la Pequeña y Mediana Empresa en el Perú; julio 2002.
43. REVISTA MONEDA 118, Emisión de Bonos: Una Alternativa de Financiamiento Empresarial en el Mercado de Valores Peruano; páginas 42-47, Lima 2 000. Alfaro Chávez Marisol.
44. REVISTA VALORES Nº 37 - CONASEV, Propuesta para Desarrollar el Mercado de Valores, Abril 2001.
45. REVISTA VALORES Nº 45 - CONASEV, Qué se necesita conocer para emitir en el Mercado de Valores, Febrero 2001.
46. RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – TRUJILLO ACOSTA Juan E., Lecciones de Economía para Ingenieros; Facultad de Ingeniería y Arquitectura – Universidad de San Martín de Porres, 446 páginas, Lima 2004.
47. RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir, Diccionario Bursátil, Económico y Financiero; Impreso por IGMontero, 410 páginas, Lima 1 998.

48. SACHS Jeffrey - LARRAIN Felipe, Macroeconomía en la Economía Global; Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 790 páginas, México 1 994.
49. SANCHEZ CALERO, Fernando. Instituciones de Derecho Mercantil. Editorial Revista de Derecho Privado. Madrid 1986.
50. SERRA PUENTE-ARNAO Gerardo, EL Mercado de Valores en el Perú; Editores Cultural Cusco S.A., Lima 2 002.
51. SILVA VALLEJO, José Antonio. Teoría General de los Títulos Valores. Cultural Cuzco, Lima 1989.
52. SOLIS ESPINOZA, Jorge Alfredo. Temas sobre derecho cartular. Idemsa. Lima 1995.
53. STIGLITZ, J. E y WEISS, A., Credit Rationing in Markets with Imperfect Information, American Economic Review, vol 71, Nº 3, junio de 1981.
54. STIGLITZ Joseph E., Economía del sector público; Antoni Bosch Editores, Barcelona 1 988.
55. STIGLITZ Joseph E., El malestar de la globalización; Editorial Taurus, Argentina 2002.
56. STIGLITZ Joseph E., Los felices 90. La semilla de la destrucción; Santillana Ediciones Generales, 415 páginas, Argentina 2003.
57. SUÁREZ SUÁREZ Andrés S., Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa; Ediciones Pirámide S.A., 931 páginas, Madrid 1 996.
58. SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS, Tiempo de Ejecución de Garantías y su Impacto en el Mercado Crediticio, Febrero de 2002.
59. TAFUR PORTILLA Raúl, La Tesis Universitaria: La tesis doctoral – La tesis de maestría – El informe – La monografía; Editorial Mantaro; Lima 1995
60. TEXTO ÚNICO ORDENADO DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES, Decreto Supremo Nº 093-2002-EF. Fecha 15/06/2002.
61. TOLA NOSIGLIA José, El Mercado de valores y la Bolsa en el Perú; Editorial Mass Comunicación SRL, 589 páginas, Lima 1 994.
62. VADEMECUM BURSÁTIL; Bolsa de Valores de Lima.
63. VAN HORNE James - WACHOWICZ John Jr., Fundamentos de Administración Financiera; Octava edición, Editorial Prentice Hall Hispanoamericana S.A, 860 páginas, México 1 994.
64. VIVANTE, César. Tratado de Derecho Mercantil. Volumen III, Editorial Reus. Madrid 1936.

DIRECCIONES ELECTRÓNICAS

- <http://www.conasev.gob.pe>. (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores)
- <http://www.bvl.com.pe>. (Bolsa de Valores de Lima)
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.mef.gob.pe> (Ministerio de Economía y Finanzas)
- <http://www.bcrp.gob.pe>. (Banco Central de Reserva del Perú)

ANEXO N° 01

COLOCACIÓN ANUAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS POR EMISOR Y TIPO DE MONEDA : 2003 - 2008 (En Miles de Unidades Monetarias)

EMISOR	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
A. ACCIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	13,462	64,621	-	-
Credititulos Sociedad Titulizadora ^{1/}	-	-	-	-	-	-	-	-	-	64,621	-	-
Intergroup Financial Services Corp (*)	-	-	-	-	-	-	-	-	13,462	-	-	-
B. BONOS												
- B. CORPORATIVOS	395,847	1,169,935	430,551	871,160	296,098	1,158,295	478,000	2,093,030	192,507	2,246,215	85,229	1,823,040
Alicorp S.A.A.	5,000	-	5,000	-	-	-	-	-	-	63,700	-	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	20,000	-	120,000	-	151,000	-	150,000	-	410,000
Banco Financiero del Perú	-	-	-	100,800	-	-	-	-	-	-	5,650	-
Banco Ripley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100,050
BBVA Banco Continental	-	-	48,840	-	-	70,000	-	130,000	48,502	40,000	-	60,000
Cementos Lima S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	160,000	-	60,000
Cementos Pacasmayo S.A.A.	80,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Citibank del Perú S.A.	-	-	-	-	-	-	10,000	100,000	-	-	-	-
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	4,000	-	3,000	-	3,000	-	-	-	-	-
Compañía Minera Atacocha S.A.	-	-	10,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Consorcio Transmantaro S.A.	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Corporación Andina de Fomento - CAF	-	-	-	-	-	-	-	248,400	-	-	-	-
Corporación Financiera de Desarrollo - COFIDE	-	-	-	-	-	50,000	-	193,600	-	60,000	-	36,870
Corporación Financiera Internacional - IFC	-	-	-	50,000	-	100,000	-	-	-	-	-	-
Corporación José R. Lindley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	138,410
Duke Energy Egenor S. en C.por A.	40,000	-	-	-	75,000	113,890	-	-	-	-	-	-
Edegel S.A.A.	-	250,000	20,000	50,000	20,000	153,070	-	80,000	8,000	195,000	19,720	28,300
Edelnor S.A.A.	-	40,000	-	150,000	-	60,000	-	168,450	-	150,000	-	198,465
Edyficar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25,000	-	30,000
Electroandes S.A.	70,000	104,460	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Empresa de Generación Eléctrica Cahua S.A.	-	-	-	-	32,000	-	-	-	-	-	-	-
Enersur	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ferreyros S.A.A.	15,000	-	15,000	-	25,000	-	10,000	-	40,000	-	33,000	-
Financiera Cordillera S.A.	-	-	-	-	5,000	-	5,000	-	-	-	-	-
Gloria S.A.	3,000	52,125	-	35,000	-	17,105	-	48,390	-	-	-	-
Graña Y Montero S.A.A	-	-	7,711	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luz del Sur S.A.A.	-	173,970	-	138,760	-	85,020	-	167,060	-	154,050	-	70,800
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	-	30,000	-	-	-	-	-	-	10,000	60,000	-	30,000
Minera Barrick Misquichilca S.A.	-	-	-	-	50,000	-	50,000	-	-	-	-	-
Minera Yanacocha S.R.L.	-	-	-	-	-	-	100,000	-	-	-	-	-
Palmas del Espino	-	-	-	-	-	-	-	-	-	88,500	16,859	-
Pluspetrol Camisea S.A.	-	-	-	-	-	-	150,000	-	-	-	-	-
Pluspetrol Norte S.A.	-	-	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Quimpac S.A.	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ransa Comercial S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,000	-	-	-
Red de Energía del Perú S.A.	30,000	69,540	50,000	-	-	-	-	-	60,000	-	-	-
Saga Falabella S.A.	-	-	-	-	-	-	-	90,000	-	-	-	-
Scotiabank Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56,660	-	250,000
Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	-	-	-	-	-	-	90,000	-	-	-	-	-
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	55,000	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-	-
Southern Perú Copper Corp. Suc. Perú	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	19,005	21,540	-	-
Telefónica del Perú S.A.A.	57,847	273,190	-	60,000	-	238,250	-	404,130	-	596,065	-	276,040
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	-	-	-	60,000	272,000	-	-	-	-

Transportadora de Gas del Perú S.A.	-	-	200,000	236,600	71,098	28,960	-	-	-	-	-	-
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	25,000	87,050	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Universidad San Martín de Porres	-	-	-	-	15,000	-	-	-	-	-	-	-
Yura S.A.	-	34,600	-	-	-	-	-	-	-	40,000	-	50,000
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	137,840	45,000	35,036	-	114,000	-	61,000	-	94,625	50,000	158,342	354,640
América Leasing S.A.	10,000	-	21,000	-	29,000	-	38,000	-	33,000	35,000	22,000	73,000
Banco Santander Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27,650	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	34,625	15,000	-	100,000
Banco Interamericano de Finanzas	20,000	-	-	-	-	-	20,000	-	10,000	-	20,000	-
Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank	30,000	-	-	-	15,000	-	-	-	-	-	-	-
Banco Sudamericano S.A. ^{2/}	7,840	-	-	-	30,000	-	-	-	-	-	-	-
Crédito Leasing S.A. interbank	70,000	45,000	14,036	-	40,000	-	-	-	7,000	-	83,492	45,190
Leasing Total S.A.	-	-	-	-	-	-	3,000	-	-	-	5,200	-
Scotiabank Perú	-	-	-	-	-	-	-	-	10,000	-	-	-
- B. ESTRUCTURADO	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco de Crédito del Perú	-	-	20,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- B. HIPOTECARIOS	-	-	25,000	-	15,000	-	-	-	15,000	-	-	-
Banco Interamericano de Finanzas	-	-	15,000	-	5,000	-	-	-	15,000	-	-	-
Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank	-	-	10,000	-	10,000	-	-	-	-	-	-	-
- B. SUBORDINADOS	45,000	-	-	-	-	-	-	-	40,000	160,000	50,000	235,000
Banco Continental	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50,000	-	-
Banco de Crédito del Perú	25,000	-	-	-	-	-	-	-	-	15,000	-	-
Banco Internacional del Perú S.A.A.- Interbank	15,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBVA Banco Continental	-	-	-	-	-	-	-	-	40,000	95,000	20,000	125,000
Interbank	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,000	110,000
Interseguro Compañía de Seguros de Vida	5,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- B. DE TITULIZACIÓN	91,400	-	142,935	52,200	241,000	80,000	50,000	210,000	40,000	231,000	-	95,000
Continental Sociedad Titulizadora - @VE	-	-	-	-	50,000	-	50,000	-	-	-	-	-
Continental Sociedad Titulizadora (BBVA Banco Continental)	20,000	-	-	-	-	-	-	-	25,000	-	-	-
Credititulos Sociedad Titulizadora (Credibolsa)	10,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Credititulos Sociedad Titulizadora (Financiera CMR)	-	-	-	-	-	80,000	-	40,000	15,000	86,000	-	45,000
Credititulos Sociedad Titulizadora (HOCP)	-	-	-	-	150,000	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Cineplex)	-	-	-	-	8,000	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Drokasa)	-	-	-	-	25,000	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Graña y Montero)	50,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Centura SAB)	11,400	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Interitulos Sociedad Titulizadora S.A. (Supermercados Peruanos)	-	-	35,000	-	8,000	-	-	-	-	35,000	-	-
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. ^{2/} (Aguaytia, Eteselva Y Termoselva)	-	-	107,935	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. ^{2/} (Municipalidad de Lima)	-	-	-	-	-	-	-	50,000	-	110,000	-	50,000
Scotia Sociedad Titulizadora S.A. ^{2/} (Wong & Metro)	-	-	-	52,200	-	-	-	120,000	-	-	-	-
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	205,500	345,000	108,760	115,000	162,589	449,805	134,503	131,665	200,389	201,180	77,660	209,140
Alicorp S.A.A.	58,000	105,000	50,000	20,000	26,000	140,000	23,000	75,000	15,000	40,000	34,000	-
Compañía Industrial Nuevo Mundo	-	-	-	-	-	-	-	-	2,000	-	-	-
Compañía Industrial Textil Credisa - Trutex S.A.A.	-	-	5,000	-	5,000	-	7,500	-	-	-	-	-
Compañía Universal Textil S.A.	-	-	-	-	-	-	2,500	-	5,000	-	-	-
Corporación Aceros Arequipa S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	63,700	-	-
Corporación Miski S.A.	-	-	500	-	3,742	-	2,736	-	6,952	-	4,382	-
Creditex S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	7,000	-	-	-
Ferreyros S.A.A.	6,000	-	-	-	-	-	30,000	-	-	-	-	-
Graña Y Montero S.A.A	-	-	-	-	-	-	-	5,000	4,000	-	14,000	-
Metalpren S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	2,500	-	-	-
Nissan Maquinarias S.A.	-	-	2,500	-	15,000	-	19,000	-	23,500	10,000	7,000	10,000
Palmas del Espino S.A.	12,500	-	2,500	-	-	-	10,000	-	14,500	-	13,878	-
Pesquera Exalmar S.A.	-	-	-	-	4,500	-	5,000	-	-	-	-	-
Quimpac S.A.	15,000	-	10,000	-	15,000	-	17,500	-	2,500	-	-	-
Ransa Comercial S.A.	14,500	-	13,260	-	12,910	-	5,500	-	5,500	-	4,400	29,740
Refinería La Pampilla S.A.	25,000	-	25,000	-	80,437	59,620	9,333	34,665	78,450	-	-	-
Saga Falabella S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31,500	-	100,000
Supermercados Peruanos S.A.	-	-	-	-	-	17,000	-	17,000	-	-	-	-
Telefónica del Perú S.A.A.	44,500	240,000	-	95,000	-	233,185	-	-	25,000	53,480	-	40,000
Telefónica Móviles S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15,000
Tiendas EFE S.A.	-	-	-	-	-	-	2,434	-	5,487	2,500	-	14,400
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	30,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zinc Industrial Nacionales S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	3,000	-	-	-

D. CERTIFICADOS DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	-	441,700	3,000	604,870	-	439,009	13,000	273,017	5,000	365,000	-	245,000
Banco de Crédito del Perú	-	93,000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Banco Falabella	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30,000	-	140,000
Banco Wiese Sudameris S.A.A. ^{3/}	-	-	-	-	-	35,000	-	-	-	-	-	-
Banco Interamericano de Finanzas	-	-	-	-	-	5,000	-	-	-	-	-	-
Banco Ripley	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40,000
BBVA Banco Continental	-	-	-	276,760	-	77,500	-	14,375	-	-	-	-
Financiera CMR S.A. ^{4/}	-	168,700	-	163,110	-	146,509	-	158,708	-	140,000	-	-
Financiera Cordillera S.A.	-	105,000	-	100,000	-	100,000	-	99,934	-	150,000	-	-
Mibanco, Banco de la Microempresa S.A.	-	-	3,000	10,000	-	75,000	13,000	-	5,000	45,000	-	65,000
Solución Financiera de Crédito del Perú S.A.	-	75,000	-	55,000	-	-	-	-	-	-	-	-
COLOCACIONES DE OFERTA PÚBLICA	875,587	2,001,635	765,282	1,643,230	828,687	2,127,109	736,503	2,707,712	600,983	3,318,016	371,231	2,961,820

Fuente: CONASEV - Memoria Anual 2008

APÉNDICE Nº 01

TEORÍA DE LOS FONDOS PRESTABLES

Fisher sustenta la teoría de los fondos prestables. La oferta y demanda de fondos prestables determina la tasa de interés. Una tasa de interés es el precio pagado por un prestatario o deudor a un prestamista o acreedor por el uso de recursos financieros durante un tiempo.

Irving Fisher analizó la determinación del nivel de la tasa de interés en una economía preguntando ¿Por qué ahorran los agentes económicos? (es decir, por qué no consumen todos sus recursos financieros) y ¿Por qué otros agentes piden prestado?.

El ahorro es la alternativa entre el consumo actual y futuro de bienes y servicios. Los individuos ahorran una parte de su ingreso actual para ser capaces de consumir más en el futuro.

Los ahorros totales (o la oferta total de préstamos) disponibles en cualquier momento son la suma de los ahorros de todo el mundo y una función positiva de la tasa de interés.

Las empresas reciben todos los préstamos y también los préstamos de los ahorradores para invertir. El invertir significa dirigir recursos hacia activos que incrementarán la capacidad futura de producción de la empresa.

El máximo que una empresa invertirá depende de la tasa de interés, que es el costo del préstamo. Solamente aceptará proyectos cuyas ganancias no sean menores a su costo de financiamiento. Por tanto, la demanda de préstamos de la empresa está relacionada negativamente con la tasa de interés.

La tasa de interés de equilibrio es determinada por la interacción de las funciones de oferta y demanda.

El mercado de fondos prestables es aquel mercado en el que ofrecen fondos los que quieren ahorrar y demandan fondos los que quieren pedir préstamos para invertir. La oferta de fondos prestables (SFP) procede del ahorro nacional (ahorro privado y ahorro público). La demanda de fondos prestables (DFP) procede de las empresas y los hogares que quieren pedir préstamos para invertir.

Elaboración del Modelo

Una *demanda de activos financieros* es equivalente a una *oferta de fondos prestables*. Asimismo, una *oferta de activos financieros* es equivalente a una *demanda de fondos prestables*.

La tasa de interés es el *precio de uso de fondos prestados durante un período específico*.

Para este modelo, el sector real de la economía está conformado por dos tipos de agentes económicos: las empresas (agentes deficitarios) y los inversionistas (agentes superavitarios).

El papel de las empresas consiste en captar fondos mediante la emisión de valores financieros (bonos) o préstamos bancarios (P) con el objeto de financiar los requerimientos de inversión (I).

A su vez, los inversionistas tienen como objetivo invertir su excedente de recursos comprando bonos (B) o colocándolo a través de depósitos bancarios.

En este modelo, los incrementos de los agregados de cada categoría de agentes se representan de la forma siguiente:

Empresas Emisora (AD)		Inversionistas (AS)	
Activos	Pasivos	Activos	Pasivos
Inversión (I)	Valores Financieros (VF)	Depósitos (D)	Ahorros (S)
	Préstamos (P)	Valores Financieros (VF)	Fondos Propios

En este modelo, las **empresas** (Agentes Deficitarios, que tienen escasez de recursos financieros o fondos) tienen dos alternativas de financiamiento: emitir Bonos Corporativos (valores financieros) o recurrir a los préstamos o créditos bancarios. El costo de emitir deuda se representa por medio de (k_d) y el costo financiero de un crédito bancario por (i_a).

Por su parte los **inversionistas** (Agentes Superavitarios, que tienen excedente de recursos financieros o fondos) tienen dos alternativas de inversión: depositar su dinero en el banco (ahorrar) o comprar bonos. El inversionista por colocar su dinero en el banco recibe una tasa de interés pasiva (i_p) y por invertir en bonos recibe una rentabilidad o rendimiento al vencimiento (y).

Desde este punto de vista, una empresa se endeuda para invertir en activos y los inversionistas invierten sus ahorros (S) en los bancos (depósitos de ahorro) o en el Mercado de Valores (comprando bonos).

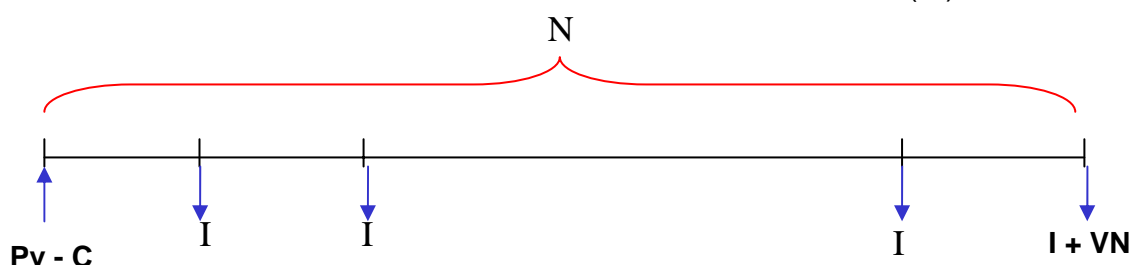
Resultados:

1. Una empresa ajusta sus volúmenes de deuda y de inversión de tal forma que el costo de la deuda sea igual al precio de mercado del bono.
2. Como consecuencia, un incremento de k_d tiene como efecto una reducción de la demanda de fondos prestables (DFP) de la empresa.

Costo de los pasivos a largo plazo (Bonos)¹⁵⁷

La mayoría de los pasivos a largo plazo de una empresa se contraen mediante la venta o colocación de bonos por parte del agente deficitario o prestatario.

Los ingresos netos de la empresa provenientes de la venta de un bono son los fondos que reeditúan la venta después de que ya han sido pagadas todas las cuotas de corretaje y garantía. El costo de la deuda antes de impuesto se realiza por medio del cálculo de la tasa interna de rentabilidad (TIR) sobre los flujos de efectivo de una obligación. Desde el punto de vista del emisor, este valor se conoce como el costo de la deuda (k_d).



N	:	Plazo (período de redención) del bono
Pv	:	Precio de venta
I	:	Intereses (cupones)
VN	:	Valor nominal, a ser honrado por la empresa a su vencimiento
C	:	Comisiones de venta y gastos de emisión
k_d	:	Costo implícito del bono, sin considerar el beneficio fiscal

$$Pv - C = \frac{I}{1 + k_d} + \dots + \frac{I + VN}{(1 + k_d)^N}$$

¹⁵⁷ RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – TRUJILLO ACOSTA Juan E., Lecciones de Economía para Ingenieros; Facultad de Ingeniería y Arquitectura – Universidad de San Martín de Porres, Lima 2004, página 142.

Si se considera el beneficio tributario, se tiene:

$$k_j = k_d (1 - t)$$

t : Tasa impositiva a la cual se encuentra sujeta la empresa
 k_j : Tasa de costo de la deuda después de impuestos

Rendimiento al vencimiento de un Bono¹⁵⁸

El rendimiento al vencimiento es la TIR de un bono; es una medida ampliamente aceptada de la tasa de rentabilidad o de retorno de un bono por parte del inversionista. Toma en cuenta el interés (cupón) y cualquier ganancia o pérdida de capital si el bono es conservado hasta el vencimiento. *Es la tasa de interés que hace que el valor presente del flujo de efectivo de un bono sea igual al precio de mercado del bono.*

Matemáticamente, el rendimiento al vencimiento (y) se encuentra resolviendo la ecuación siguiente:

$$P = C / (1 + y)^1 + C / (1 + y)^2 + \dots + (C + M) / (1 + y)^n$$

El rendimiento al vencimiento de un bono se determina por un proceso de prueba y error. Por ello, el cálculo de la TIR es una forma directa.

Donde :

P = Precio de mercado del bono
 c = Tasa cupón del bono
 C = Cupón del bono
 M = Principal, valor al vencimiento, valor a la par, valor nominal
 N = Ttiempo al vencimiento del bono
 y = Yield → rendimiento al vencimiento

Equilibrio en el Modelo Propuesto

Cuando existen “n” empresas y “n” inversionistas, cada uno de ellos se caracteriza por una función de demanda de fondos prestables **DFP** (**k_d** , **i_a**) y una función de oferta de fondos prestables **SFP** (**i_p** , **y**), respectivamente.

Sea **I(i_a)** la demanda de inversión de las empresas (que en este modelo es igual a su demanda de préstamos y valores financieros) y **S(i_p)** la

¹⁵⁸ RODRÍGUEZ CAIRO Vladimir – TRUJILLO ACOSTA Juan E., Lecciones de Economía para Ingenieros; Facultad de Ingeniería y Arquitectura – Universidad de San Martín de Porres, Lima 2004, página 137.

función de ahorro de los inversionistas que en este caso es igual a los valores financieros y los depósitos de ahorros.

Para simplificar el análisis, asumamos que los préstamos bancarios y los Bonos son sustitutos perfectos para las empresas, por lo tanto, en condiciones de equilibrio, la tasa de interés es la misma.

Consecuentemente, el equilibrio en el mercado de fondos prestables se caracteriza por dos ecuaciones:

$$I(i_a) = \sum P(i_a) + VF(k_d) \rightarrow \text{Mercado de préstamos}$$

$$S(i_p) = VF(y) + \sum D(i_p) \rightarrow \text{Mercado de ahorros}$$

Por tanto, concurren:

Empresas emisoras : demandantes de fondos prestables (DFP) → Una forma que tienen de conseguir financiación es mediante la emisión de activos financieros.

Inversionistas : oferentes de fondos prestables (SFP) → Una forma que tienen de proporcionar fondos es mediante la adquisición de activos financieros, esto es comprando bonos o acciones.

En el siguiente gráfico, se representa el equilibrio en el mercado de fondos prestables, en el cual la tasa de interés de equilibrio es del 7% y se ofrecen y demandan 100 millones de dólares.

